**نموذج ترخيص**

أنا الطالب : مؤيد حسين احمد الخوالده أمنح الجامعة الأردنية و/ أو من تفوضه ترخيصاً غير حصري دون مقابل بنشر و / أو استعمال و / أو استغلال و / أو ترجمة و / أو تصوير و / أو إعادة إنتاج بأي طريقة كانت سواء ورقية و / أو إلكترونية أو غير ذلك رسالة الماجستير / الدكتوراه المقدمة من قبلي وعنوانها.

الجوانب القانونية للصكوك الإسلامية والأسناد التجارية "دراسة مقارنة" وفقاً للتشريع الأردني.

وذلك لغايات البحث العلمي و / أو التبادل مع المؤسسات التعليمية والجامعات و / أو لأي غاية أخرى تراها الجامعة الأردنية مناسبة، وأمنح الجامعة الحق بالترخيص للغير بجميع أو بعض ما رخصته لها.

اسم الطالب: مؤيد حسين احمد الخوالده.

التوقيع:

التاريخ: [illegible]

# الجوانب القانونية للصكوك الاسلامية والأسهم والسندات التجارية

# "دراسة مقارنة" وفقا للتشريع الاردني


**إعداد**

**مـؤيد حسني الخوالده**

**المشرف**

**الاستاذ الدكتور باسم ملحم**


**قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في القانون**


**كلية الدراسات العليا**

**الجامعة الاردنية**




**اب,٢٠١٣**

## قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة (الجوانب القانونية للصكوك الإسلامية والأسهم والسندات التجارية " دراسة مقارنة " وفقاً للتشريع الأردني) وأجيزت بتاريخ ٢٠١٣/٦/٢٤.

| أعضاء لجنة المناقشة | التوقيع |
| --- | --- |
| - الدكتور باسم محمد ملحم ، مشرفاً<br>أستاذ مشارك / قانون تجاري | ........................ |
| - الدكتور قيس علي محافظة ، عضواً<br>أستاذ مشارك / قانون تجاري | ........................ |
| - الدكتور قيس عنيزان الشرايري ، عضواً<br>أستاذ مشارك / قانون تجاري<br>جامعة عمان العربية | ........................ |
| - الدكتور محمد فهد النسور ، عضواً<br>أستاذ مساعد / قانون تجاري | ........................ |

# الإهداء

**إلى والدي ......... ووالدتي**

**إلى إخوتي.......... وأخواتي**

**إلى كل من أراد لصوت الحق إن يعلو ولكل من أراد أن يسير على طريق النور.**

**مؤيد الخوالدة**

# شكر وتقدير

بعد أن أتممت هذه الدراسة بحمد الله وتوفيقه لا يسعني إلا إن أتقدم بعظيم الشكر والامتنان للدكتور باسم ملحم على ما قام به من جهد وتوجيه ونصح وإرشاد وإشراف حتى تم انجاز هذا العمل، ولقد كان لي خير ناصح فأعطى من وقته الكثير .

والشكر إلى الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة الدكتور قيس محافظة والدكتور قيس شرايري والدكتور محمد النسور الذين تفضلوا بقبول مناقشة هذا العمل فجزاهم الله كل خير على ما بذلوه من عبء دراسة ومراجعة ومناقشة.

والشكر إلى أعضاء الهيئة التدريسية الأفاضل وجميع العاملين في كلية الحقوق بالجامعة الأردنية والى أسرة مكتبة الجامعة الأردنية على الجهد الذي بذلوه وكل الشكر والتقدير لكل من ساعدني في انجاز هذا العمل.

# قائمة المحتويات

**الجوانب القانونية للصكوك الإسلامية والأسهم والسندات التجارية "دراسة مقارنة"وفقا للتشريع الاردني**

**اعداد**
**مؤيد حسني الخوالده**

**الدكتور المشرف باسم ملحم**

**الملخص**

**أهداف الدراسة:**

**1- بيان الإختلاف في طريقة التداول بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات التجارية**

**2- تحديد ما هو الأفضل من ناحية مردود مادي وما هي الورقة المالية الأكثر أمانا.**

**3- وتحديد ما هو الأفضل يؤدي إلى معرفة الشركات أو الأشخاص الراغبين في التداول بسوق عمان المالي لتحديد من هو الخيار الأفضل لهم ويكون من ناحيتين: فالبعض يستثمر في الورقة المالية الأكثر مردود مادي وبعض يستثمر في الورقة المالية الأكثر أمانا مع أنها اقل مردود مادي وهذا يؤدي إلى دفع عجلة الاقتصاد الأردني إلى الإمام، لاختلاف وجهات النظر في أي الأوراق المالية أفضل.**

**4- بيان درجة القرب بين وجهه النظر الإسلامية المتعلقة (بالصكوك الإسلامية )و الأسهم والسندات التجارية.**

**5- توضيح الفروق الجوهرية بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات التجارية.**

**6- هل تتم طرح الصكوك الإسلامية في البورصة مثل الأسهم والسندات.**

**7- تحديد الأداة المالية الأقل خطورة بالنسبة للمستثمر من حيث نزول القيمة وارتفاعها.**

**8- اجتذاب رؤوس الأموال إلى الأداة المالية الأكثر فعالية وهذا يؤدي إلى تمويل المشاريع الإقتصادية.**

**9-اختلاف المفهوم بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات التجارية.**

**كلما زادت حاجات الإنسان،وازدادت الظروف المعيشية قسوة لجأ الإنسان إلى استثمار أمواله في أي شي يحقق أكبر مقدار من الربح، يخفف عن عاتقه الظروف الصعبة التي تمر بها الحياة، ولهذا تم اللجوء إلى البورصات المالية للإستثمار فيها، وهي الأسهم والسندات والصكوك الإسلامية، وكل من هذه الأدوات المالية تختلف عن الأخرى بجوانب تميزها عن الأخرى، وبالتالي إذا اتضح الفرق بينها، سوف يقوم الأشخاص بالإستثمار بالأدوات المالية التي تناسبهم، وهذا ما تحاول هذه الدراسة تحقيقه من خلال تمييز كل أداة مالية عن الأخرى، حتى يتمكن الأشخاص (الاعتباريين، الطبيعيين) من الإستثمار بالأدوات المالية التي تناسبهم.**

**وقد نتج عن هذه المقارنة أنه يوجد اختلافات بين الأسهم والسندات والصكوك الإسلامية (بداية من الفصل الأول من حيث التعريف ثم تاريخ النشأة وأهمية كل منها والعوامل التي ساعدت على انتشارها، ثم أنواعها وخصائصها، أما في الفصل الثاني فقد تم بيان الاختلاف من حيث طريقة التداول وآلية خطوات الإصدار وأطراف عملية الإصدار ثم المشاركة في إدارة الشركة ومدى ثبات الأسعار والتصنيف الائتماني ثم توزيع الأرباح).**

**إن أهم نتيجة تم التوصل آليها هي أن حملة الأسهم يكون كل منهم مسؤولا عن ديون الشركة والالتزامات المترتبة عليها بمقدار حصته في رأس مال الشركة، ولكن حملة الأسهم من الشركاء المتضامنين مسؤولون بالتضامن والتكافل عن ديون الشركة والالتزامات المترتبة عليها في أموالهم الخاصة، أما حملة الصكوك فهم مسؤولون في حالة خسارة الشركة لأنهم يشاركون في الربح والخسارة.**

# المقدمة

## مشكلة الدراسة:

تقوم هذه الدراسة على توضيح وتفصيل أغلب الفروق بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات التجارية وفقا للتشريع الأردني وقد ذكرت فروق معينة في الرسالة، التي يمكن أن تعتبر هي الفروق الجوهرية بين الصكوك والأسهم والسندات، والعمل على توضيح الجوانب القانونية لكل من الصكوك الإسلامية و الأسهم والسندات التجارية .

## أهمية الدراسة:

تدور أهمية هذه الدراسة على إزالة اللبس والغموض بين الصكوك الإسلامية التي تعتبر إحدى منتجات الهندسة المالية الإسلامية والأسهم والسندات التجارية المبتكرة من الهندسة المالية التقليدية، ونظراً للتطور السريع في تداول الأوراق المالية أدت إلى أن تنافس الصكوك الإسلامية الأسهم والسندات التجارية، مما أدى إلى زيادة حدة المنافسة بين هذه الأوراق المالية في عصر الإقتصاد لأن اقتصاد الدولة هو أساس قوتها ومصدر ازدهار شعبها، ويعتمد نجاح سوق الأوراق المالية على نشر الوعي التنموي بين جماهير المسلمين التي تكون من خلال الأبحاث والمراجع المتخصصة، وتجذب عمليات طرح الأسهم والسندات والصكوك الإسلامية رأس المال وتستوعب مدخرات الأفراد والشركات وفي ذات الوقت ذاته تدفع المكتنزين إلى تحويل مكتنزاتهم إلى مدخرات واستثمارات وتوظيفها بشكل يحقق عائد مناسب، وتعتبر الأسهم والسندات والصكوك أدوات فعل غير محدودة في الإقتصاد.

وقد تم في هذه الدراسة تناول الفرق بين الأسهم والسندات والصكوك الإسلامية من حيث (مفهوم كل منها، وتاريخ النشأة وأهميتها وعوامل انتشارها، وأنواع كل منها وخصائصها، وطريقة التداول، والمشاركة في إدارة الشركة ومدى ثبات الأسعار والتصنيف الائتماني، وتوزيع الأرباح).

وقد تم التطرق في هذه الدراسة إلى قانون صكوك التمويل الإسلامي رقم 30 لسنة 2012 وقد كان حل قانون صكوك التمويل الاسلامي بدل قانون سندات المقارضة رقم10 لسنة1981 الذي كان معمول به في الأردن بذلك الوقت، ويمكن القول أن السبب الاول في استخدام الأردن لقانون صكوك التمويل الاسلامي هو الضغوط الكبيرة على الأردن من صندوق النقد الدولي، وقد تم التطرق إلى قانون الأوراق المالية المؤقت لسنة76/2002، وقانون سوق عمان المالي

1/1990، وقانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة1997، وتعليمات إصدار الأوراق المالية وتسجيلها لسنة 2005 والملاحق الخاصة بها.

وكان أول طرح لموضوع الصكوك الإسلامية كبديل لسندات الدين حصل في المؤتمر العلمي الأول للاقتصاد الإسلامي عام 1976م، ثم تبع ذلك عدة محاولات، منها محاولة الدكتور سامي حمود في بحثه (سندات المقارضة) الذي قدمه عام 1977م ضمن مشروع إنشاء البنك الإسلامي الأردني، وقد طورت هذه الفكرة حينما عرضت على وزارة الأوقاف الأردنية للإستفادة منها في إعمار أراضي الأوقاف، وحينما عرضت على مجمع الفقه الإسلامي في دورته الرابعة بجدة عام 1408هـ-1988م، الذي قرر فيها مشروعية سندات المقارضة بضوابط شرعية مذكورة ضمن قرارات تلك الدورة.

و قد أنشى سوق عمان المالي بموجب القانون رقم(31) لسنة 1976م وابتدأ أول يوم فعلي كسوق منظم للأوراق المالية في 1978/1/1م، " ولكن المعمول به الآن هو قانون سوق عمان المالي لعام 1990" وبالتالي يمكن القول أن بداية السوق المالي الأردني المنظم قد بدأت في أواخر الستينات حيث لجأت الحكومة إلى الإقتراض الداخلي عن طريق إصدار أذونات الخزينة في عام1969 وسندات التعمير في عام 1971، وذلك من أجل تغطية الفجوة المتزايدة ما بين النفقات العامة والأيرادات العامة.

وتتناول هذه الدراسة الفروق بين الأسهم والسندات والصكوك الإسلامية، وقد حاولت بيان هذه الفروق من الناحية القانونية، محاولا قدر الإمكان بيان موقف الشريعة الإسلامية بالنسبة للصكوك الإسلامية فقط ، كونها مستمده من الشريعة الإسلامية نفسها.

أهداف الدراسة :

1- بيان الاختلاف في طريقة التداول بين الصكوك الإسلامية و الأسهم والسندات التجارية.

2- تحديد ما هو الأفضل من ناحية المردود المادي وما هي الورقة المالية الأكثر أمأنا.

3- وتحديد ما هو الافضل يؤدي إلى معرفة الشركات أو الاشخاص الراغبين في التداول بسوق عمان المالي مما هو الخيار الأفضل لهم ويكون من ناحيتين: فالبعض يستثمر في الورقة المالية الأكثر مردود مادي والبعض يستثمر في الورقة المالية الأكثر أمانا مع أنها أقل مردود مادي وهذا يؤدي إلى دفع عجلة الإقتصاد الأردني إلى الأمام، لاختلاف وجهات النظر في أي الأوراق المالية أفضل.

4- بيان درجة القرب بين وجهه النظر الإسلامية المتعلقة (بالصكوك الإسلامية ) والأسهم والسندات التجارية.

5- توضيح الفروق الجوهرية بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات التجارية.

6- هل يتم طرح الصكوك الإسلامية في البورصة مثل الأسهم والسندات.

7- تحديد الأداة المالية الأقل خطورة بالنسبة للمستثمر من حيث نزول القيمة وارتفاعها.

8- اجتذاب رؤوس الاموال إلى الأداة المالية الأكثر فعالية وهذا يؤدي إلى تمويل المشاريع الإقتصادية.

وسوف يتم تقسيم الدراسة على النحو التالي:

**الفصل الأول: مفهوم ونشأة الصكوك الإسلامية وانتشارها:**

**المبحث الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات**

**المطلب الأول: تعريف الصكوك الإسلامية**

**المطلب الثاني: تعريف الأسهم**

**المطلب الثالث: تعريف السندات**

**المبحث الثاني: تاريخ النشأة و أهميتها وعوامل انتشارها :**

**المطلب الأول: تاريخ نشأة الصكوك مقارنه السندات والسندات**

**المطلب الثاني: أهمية الصكوك و الأسهم والسندات**

**المطلب الثالث: العوامل التي ساعدت على انتشار كل من الصكوك والأسهم والسندات**

**المبحث الثالث: أنواع الأسهم والسندات التجارية والصكوك الإسلامية وخصائص كل منها:**

**المطلب الأول : أنواع الأسهم وخصائصها**

**المطلب الثاني: أنواع السندات وخصائصها**

**المطلب الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية**

## الفصل الأول: مفهوم ونشاه الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات

يقتضي بداية في المبحث الأول التطرق إلى مفهوم الصكوك الإسلامية ومفهوم الأسهم والسندات التجارية ثم في المبحث الثاني التطرق إلى تاريخ نشأتها وأهميتها والعوامل التي ساعدت على انتشارها ثم في المبحث الثالث إلى أنواع الأسهم والسندات التجارية والصكوك الإسلامية وخصائص كل منهما.

### المبحث الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات:

يسعى هذا المبحث إلى بيان الفرق بين مفهوم كل من الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات، ولهذا لقد تم التطرق في هذا المبحث إلى ثلاث مطالب ففي المطلب الأول تعريف الصكوك الإسلامية، وفي المطلب الثاني تعريف الأسهم، وفي المطلب الثالث تعريف السندات.

### المطلب الأول:تعريف الصكوك الإسلامية:

لقد تم تعريف صكوك التمويل الإسلامي بمقتضى قانون صكوك التمويل الإسلامي لسنة 2012 بقوله هي : "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية المشروع تصدر بأسماء مالكيها مقابل ما يقدمون من أموال لتنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق العائد لمدة محددة تحدد في نشرة الإصدار وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها".

تختلف تسميات الصك في اصطلاح علماء الفقه عند ذكره في المسائل الفقهية، ومن تلك التسميات[1]: العهدة، والحجة، و المسطور، وكتاب الإقرار الشرعي، وكذلك الصك ولاشك أنهم يتعاملون في فتاويهم بالمتعارف الدارج عند الناس، وقد ذكر في مجله الأحكام العدلية بالإقرار بالكتابة، وسند الدين[2]، وبالتالي لا مانع في استخدام هذه المصطلحات، لأن المتبادر إلى الأذهان عند ذكرها هو الصك.

وتجد في بعض تعريفات الفقهاء عند حديثهم عن أحكام الأقارير، يعنون بها الصكوك عندما تكون الأقارير مكتوبة، كالتعريف التالي للإقرار من أنه: "إظهار المكلف الرشيد المختار ما عليه لفظا أو كتابة"[3].

---

[1] ابن تيمية، أحمد بن تيمية: مجموع فتاوى شيخ الإسلام أحمد بن تيمية، ط بدون، الرباط: مكتبة المعارف،425/35-431.السرخسي، محمد بن أحمد، المبسوط – كتاب الشروط، ط بدون، دار المعرفة 174/30. السمناني علي بن محمد الرحبي :روضة القضاة وطريق النجاة ،ط الثانية، بيروت: مؤسسة الرسالة 732/2.

[2] مجلة الأحكام العدلية الاردنية في المواد التالية:المادة 1608، والمادة 1609، والمادة1610، والمادة 1611.

[3] المر داوي، علي بن سليمان: الإنصاف، ط بدون، دار إحياء التراث العربي 126/12. الفتوحي، تقي الين أحمد الشهير بابن النجار: منتهى الإرادات في جمع المقنع مع التنقيح وزيادات، ط بدون، القاهرة: مكتبة دار العروبة684/2 . البهوتي ،منصور بن يونس: كشاف القناع عن متن الإقناع ،ط خاصة،دار الكتب العلمية 453/6.

وأكثر الفقهاء[4] الذي ألفوا في علم الشروط لم يضعوا تعريفا للصك، بل تجد من يؤلف كتابا في علم الشروط[5]، أو يضع بابا لأحكام الصكوك، ويسير في تفصيل أحكامها دون أن يعرِّفها، وقد يكون بسبب تعاملهم في الصكوك، فلا حاجه إلى بيان مفهومها ومعناها.

ونتيجة اختلاف الإقتصاديين في تعريف الصكوك بناء على الشروط والضوابط التي يجب توافرها في نظر كل فريق، ومن هنا يمكننا أن نقسم ذلك إلى قسمين:

تعريف الصكوك في الإقتصاد التقليدي:

من تعريفات الصكوك في الإقتصاد التقليدي:

وثيقة تمثل دينا على الهيئة التي أصدرتها، سواء كانت إحدى الشركات أو هيئة حكومية، ويتعلق بقرض متوسط أو طويل الأجل[6].

كما عرِّفت بأنها: وثيقة مكتوبة، بشكل رسمي أو عرفي، تتضمن حقا ماليا، سواء كان هذا الحق نقدا أو عرضا، فهي كلمه تشمل بإطلاقها:

أ-الأوراق التجارية، كالشيكات.

ب-الأوراق المالية، كالأسهم.

ج -العقدية، كسندات التأجير.

وغيرها من كل ما يثبت حقا ماليا، ويكون قابلا للتداول والتحويل للغير، والإضافة هي التي تحدد المراد بهذا الصك[7].

نقد هذا التعريف: أن الأوراق التجارية لا تعتبر من الأوراق المالية، حسب قانون الأوراق المالية الأردني المؤقت رقم 76 لسنة 2002 في المادة 4 لا تعتبر أوراقا مالية: ا- الأوراق التجارية بما في ذلك الشيكات والكمبيالات.

ولهذا فإن الصكوك في الإقتصاد التقليدي تسمى بالسندات وهو المصطلح الأكثر تداولا، عن طريق قيام المستثمر بإقراض المنشاة مبلغا محددا من المال، على أن يتعهد المقترض برد أصل المبلغ مضافا آلية فوائد أو نفع مشروط في تاريخ محدد يتفق عليه الطرفان.

---

[4] الطحاوي، أبي جعفر أحمد بن محمد: الشروط الصغير،ط الأولى، تحقيق روحي اوزجان، بغداد: مطبعة العاني 1394ه–1974م جزأن. البوسعيدي: لباب الآثار– باب الصكوك205/7، 168/30. السر خسي: المبسوط، كتاب الشروط 167/30.

[5] علم الشروط: هو علم يبحث فيه عن كيفية إثبات العقود والتصرفات والالتزامات ونحوها في المستندات والسجلات على وجه يصح الاحتجاج به.

[6] الجمعة ، علي بن محمد، معجم المصطلحات الاقتصادية والإسلامية، ط1، م1، مكتبة العبيكان،الرياض، 1421ه–2000م، ص326.

[7] مصطفى ، إبراهيم وآخرون، المعجم الوجيز، ط2،م1، المكتبة الإسلامية ،استانبول،د.ت،ص519. والزرقا ، محمد أحمد،إحكام صكوك الاستثمار في شركات توظيف الأموال طبقا للمادة 146 لسنة 1988، دراسة مقارنة بالشريعة الإسلامية،ط1،م1،القاهرة،مطبعة السعادة 1412ه–1991م ، ص50.

تعريف الصكوك في الإقتصاد الإسلامي:

وتعريف الصكوك في الإقتصاد الوضعي يختلف عن الصكوك في الإقتصاد الإسلامي، لأن الصكوك في الإقتصاد الإسلامي خاضعة للضوابط الشرعية.

وقد تم تعريف الصكوك بأنها: وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.[8]

والتعريف السابق لم يبين الجهة التي تقوم بإصدار الصكوك وكيفية الاستثمار الشرعي في الصكوك.

وكذلك فقد عرفت الصكوك في الإقتصاد الإسلامي بأنها: عبارة عن وثيقة بقيمه مالية معينة، أصدرتها مؤسسة، بأسماء من يكتتبون فيها، مقابل دفع القيمة المحررة بها، وتستثمر حصيلة البيع سواء بنفسها أو بدفعه إلى الغير؛ للاستثمار نيابة عنها، وتعمل على ضمان تداوله و تنضيضه[9].

والتعريف السابق كذلك لم يبين الناحية الشرعية في الصكوك في الإقتصاد الإسلامي.

وعرفت أيضا بأنها: سندات تمثل حصصا متساوية في ملكية مال، تصدرها الجهة البائعة لهذا المال؛ لاستيفاء ثمنه من حصيلتها، أو الجهة الراغبة في الاستثمار من هذه الحصيلة، بصيغ استثمار شرعية، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عنهما، ويكون إصدارها لآجال متفاوتة، حسب طبيعة العقود التي تصدر على أساسها، وتكون قابلة للتداول والتحول إلى نقود عند الحاجة[10].

التعريف المختار: من خلال اطلاع الباحث على ما سبق وغيره من تعريفات الصكوك الإسلامية يمكن أن نخلص إلى التعريف التالي:

هي أنها تعتبر وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصا شائعة في ملكية أصل (عين أو منفعة أو خدمة) وتكون لمدة محددة، مسجلة بأسماء مالكيها، قابلة للتداول، تصدر على أساس صيغة استثمارية شرعية.

---

[8] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، د.ط، م1، البحرين ، 1428ه-2007م، المعيار الشرعي رقم 17،ص288.

[9] حسانين، فياض عبد الغفار،الصكوك الإسلامية ، والاجتهادات الشرعية، المؤتمر المصرفي الإسلامي الثاني ،الكويت، 2005م،ص7.

[10] حسان ، حسين حامد ، صكوك الاستثمار الإسلامي، بحث مقدم لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، البحرين، 1424ه - 2003م،ص1.

**المطلب الثاني : تعريف الأسهم :**

عُرِّف السهم مرة أنه(صك)، ومرة على أنه (نصيب).

وقد عرف مجمع الفقه الإسلامي السهم بأنه: "حصة شائعة في موجودات الشركة"[11].

يطلق الإقتصاديون السهم مرة على الصك ومرة على النصيب أو الحصة. وبناء على هذا فالسهم عند علماء الإقتصاد يطلق على أمرين:

1- الحصة أو النصيب للمساهم في شركة من شركات الأموال وهذه الحصة تمثل جزءاً من رأس مال الشركة ويتمثل السهم في صك يعطى للمساهم، ويكون وسيلة إلى إثبات حقوقه في الشركة[12].

2- الصك أوالوثيقة المثبتة الذي يعطي للمساهم إثباتاً لحقه، لأن السهم يعطي للمساهم حقوقا تجاه الشركة كما يترتب عليه التزامات نحوها[13].

وبالتالي المعنى الثاني هو المقصود في التعامل التجاري، وهنا يمكن القول على عدم وجود اختلاف في المعنيين.

وبالتالي يمكن تعريف السهم : هو عبارة عن قيمة منقولة تمثل نصيب الشريك في الشركة وهذه الأسهم قابلة للتداول، وتكون مسؤولية المساهم في الشركة بمقدار رأس ماله فيها.

ولكن قد يكون الشركاء ليسو مسؤولين فقط بمقدار رأس مالهم وإنما مسؤولون بأموالهم الشخصية لتلك الديون والالتزامات، وتنتقل هذه المسؤولية والضمانة إلى ورثته بعد وفاته في حدود تركته، وهذه الحاله تكون عندما يكون الشركاء متضمنين اومنصوص على ذلك في عقد الشركة، وقد نص عليه قانون الشركات الأردني رقم22لسنة1997 في شركة التضامن المادة26، وشركة التوصية البسيطة بالنسبة للشركاء المتضامنين المادة41، وشركة التوصية بالأسهم بالنسبة للشركاء المتضامنين المادة77.

---

[11] مجمع الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة ،ج1،ص537-549.

[12] الشريف، محمد عبد الغفار ، بحوث فقهية، معاصرة، ط1،م1،دار ابن حزم، بيروت، لبنان، 1420ه-1999م ،ص69.

[13] القرة داغي ،علي محيي الدين ،بحوث في فقه البنوك الإسلامية، ط1،م1،دار البشائر،بيروت،1428ه-2007، ص209. والشبيلي، يوسف بن عبد الله الخدمات الاستثمارية وإحكامها في الفقه الإسلامي،ط1 ،م2،ج2، دار ابن الجوزي ،الدمام ،السعودية ،1425ه -2005م ،ص222.

**المطلب الثالث: تعريف السندات:**

تم تعريف السند بأنه ( مستند قانوني بالتوقيع عليه يعترف شخص ما بالتزامه بدفع مبلغ معين لشخص آخر مذكور في السند)[14].

وكذلك يطلق السند على السندات التي تصدرها الهيئات العامة، كالحكومات المركزية والمجالس البلدية وغيرها من الهيئات المحلية.

وكذلك يعرف السند بأنه صك قابل للتداول يمثل قرضا يعقد عادة بوساطة الاكتتاب العام، وتصدره الشركات أو الحكومة وفروعها، ويعتبر حامل سند الشركة دائنا للشركة، له حق دائنية في مواجهتها، ولا يعد شريكا فيها، على خلاف حامل السهم[15].

وهناك من يرى أن السندات هي صكوك تمثل قروضا طويلة الأجل تصدرها الحكومات أو الشركات[16]. ويرى البعض الآخر أن السند هو الوثيقة المضمونة التي تمثل قرضا طويل الأجل تصدره الشركة وتكفل لحامله فائدة ثابتة وتدفع الشركة رأس ماله في نهاية تاريخ الاستحقاق[17].

تعرف السندات بأنها (وثائق ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة تعطى للمكتتبين مقابل المبالغ التي أقرضوها للشركة قرضا طويل الأجل ويتم هذا القرض عن طريق الدعوة للاكتتاب العام)[18].

وبالتالي فإنني أعتقد بقرب هذا التعريف من السندات أكثر من غيره، وهو قريب من تعريف إسناد القرض في قانون الشركات الأردني رقم22 لسنة1997 في المادة116 وكذلك المادة119. فالسند من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة أو المؤسسات أو الدول وهو (الصك القابل للتداول الذي تصدره الشركات أو المؤسسات ويمثل قرضا طويل الأجل يعقد عادة عن طريق الاكتتاب العام) [19].

---

[14] عمر، موسوعة المصطلحات الاقتصادية،ص132.

[15] الشريف، محمد عبد الغفار، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك، الشارقة،مجمع الفقه الإسلامي الدورة التاسعة عشرة، 1430ه -2009م.

[16] g. Sava lingam, investment management in Malaysia,berita,publishing sdn,bhd,kuala lumpur,second reprint,1994,p73.

haji ali,rosalan, pelaburan penilaian dan penerapan,dewan bahasa dan pustaka,kuala lumpur,cet,kedua,1993, p272 .24

[18] حوا، قانون الشركات في الأردن،ص107. وأبو عاصي، المحاسبة المتقدمة،ص229. و شبير،محمد بن عثمان ،المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي،ط3 دار النفائس،عمان -الأردن،1999م،ص178.

[19] الخياط،عبد العزيز،الشركات في الشريعة الإسلامية، والقانون الوضعي ،ط4،م2، مؤسسة الرسالة ،بيروت،لبنان،1414ه -1994م،ص102.

## المبحث الثاني: تاريخ النشأة وأهميتها وعوامل انتشارها:

تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب ففي المطلب الاول يسعى إلى بيان الفرق بين تاريخ نشأة الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات، والمطلب الثاني إلى بيان أهمية كل من الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات، أما في المطلب الثالث إلى ذكر العوامل التي ساعدت على انتشار كل من الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات.

### المطلب الأول: تاريخ نشأة الصكوك الإسلامية مقارنة بالأسهم والسندات التجارية:

#### أولا: تاريخ نشأة الصكوك الإسلامية:

أن صكوك التمويل الاسلامي رقم30 لسنة2012 قد وجد بدل قانون سندات المقارضة رقم 10 لسنة1981 الذي كان معمول به في الأردن بذلك الوقت.

1- نشأة التصكيك في النظام الرأسمالي[20]:

بداية نبين ما اصطلح الفقهاء على تسميته بعمليات التوريق وهو في الإطار الإسلامي بعمليات التصكيك، وذلك لسببين:

أ-كلمة تصكيك مشتقة من كلمة صكوك، التي لها أصل في اللغة العربية، وقد سبق بيان ذلك في المعنى اللغوي للصكوك، وهي تمثل البديل الإسلامي لكلمة سندات.

ب- من اجل إظهار الفرق بينه وبين التو ريق في الفكر المالي التقليدي القائم بصفة أساسية على مكون الديون، وهو ما ينهى عنه الشرع في التبادل تفاضلا.[21]

أن أول عملية تصكيك (توريق) في الولأيات المتحدة الأمريكية كانت في مطلع السبعينيات 1970 تقريبا، وقد كانت البداية في توريق القروض السكنية التي كانت تحت رعأية الحكومة وتم تداولها في السوق الثأنوية[22]، مما أدى إلى ربط سوق المال بسوق الإسكان الفيدرالي، ثم زادت الإصدارات بعد ذلك بشكل كبير وخصوصا في منتصف التسعينات وكان ذلك في الأسواق التقليدية، وقد كان يشتمل على القروض السكنية والتجارية وقروض السيارات وعقود الأيجار

---

[20] نقاسي، محمد إبراهيم، صكوك الإجارة وتطبيقاتها المعاصرة في مصرف البحرين المركزي بالبحرين وهيئة الأوراق المالية بماليزيا،بحث تكميلي لنيل درجة الدكتوراه في الفقه الإسلامي ،غير منشور، كلية معارف الوحي والعلوم الإسلامية ،الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا،2007. وجريدة القبس ،الكويت، العدد12343،السنة36، 28 رمضان 1428ه/10 أكتوبر،2007م،والعدد،21413، السنة 36، 14 ذو الحجة 1428ه/23 ديسمبر2007م.

[21] صالح، فتح الرحمن علي ، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، بحث مقدم لمنتدى الصيرفة الإسلامية ،اتحاد المصارف العربية ،بيروت،لبنان.

[22] السوق الثانوية: هي السوق الذي يتم فيه إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها. انظر إلى إل سليمان، مبارك بن سليمان ،إحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة،ط1، ج1،دار كنوز اشبيليا، الرياض ،السعودية،1413ه -2005 ص75.

وبطاقات الائتمأن وغيرها، وكان ذلك من اجل أيجاد سيولة جديدة، وأصل فكرة التصكيك قامت على بيع القروض أو الديون، ومع ذلك فبيع الدين ليس من مخترعات الهندسة المالية الحديثة وإن ظهرت أنها صور مبتكرة، فقد ذكر بعض المؤرخين الإقتصاديين أن الوثائق البابلية والأشورية قد تضمنت ما يمكن أن يقال عنه أنه سندات دين لحاملها، تعود إلى نحو1800 سنة قبل الميلاد، وأن وثائق الدين كانت تباع وتشترى في الأسواق في 1400 قبل الميلاد[23].

2- نشأة التصكيك وتطوره في العالم الإسلامي[24]:

قد يمكن القول أن الهندسة المالية الإسلامية استفادت من جهود الغربيين في تطوير عملية التصكيك، إلا أن الهندسة المالية الإسلامية أخذت ما يتوافق مع الضوابط الشرعية، بسبب أنه يوجد خلاف حول بعض الأحكام المتعلقة بالصكوك، وبعد تنقيح الصكوك بما يتوافق مع الشريعة الإسلامية الحنيفة أخذت عدد من الدول الإسلامية بتطبيق الصكوك كوسيلة من وسائل تمويل المشروعات ذات النفع العام والخاص.

ولكن الفقه الإسلامي قد سبق الإقتصاد التقليدي إلى الصكوك كوثيقة لإثبات حق، حيث ورد عن الإمام النووي المتوفى 676هـ الموافق1277م، ما نصه" الصكاك جمع صك وهو الورقة المكتوبة بدين ويجمع أيضا على صكوك والمراد هنا الورقة التي تخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقة بأن يكتب فيها الأنسأن كذا وكذا من طعام وغيرة فيبيع صاحبها ذلك الأنسأن قبل أن يقبضه، وقد اختلف العلماء في ذلك والأصح...جواز بيعها والثاني منعها. فمن منعها أخذ بظاهر قول أبي هريرة لمروان أحللت بيع الصكوك، وقد نهى رسول الله عن بيع الطعام حتى يستوفي فخطب مروان بالناس فنهى عن بيعها. ومن أجازها تأول قضية أبي هريرة على أن المشتري ممن خرج له الصك باعة لثالث قبل أن يقبضه للمشتري فكان المنهي عن البيع الثاني لا عن الأول لأن الذي خرجت له مالك لذلك ملكا مستقرا وليس هو بمشتر فلا يمتنع بيعه قبل القبض[25].

أن الصكوك الإسلامية بداية كما ذكرنا كانت كبديل لسندات الدين وحصل ذلك في المؤتمر العلمي الأول للاقتصاد الإسلامي عام 1976م، وبعدها كانت هناك العديد من المحاولات، منها محاولة الدكتور سامي حمود في بحثه (سندات المقارضة) الذي قدمه عام 1977م ضمن مشروع إنشاء البنك الإسلامي الأردني، وقد تم تطوير الصكوك عندما عرضت على وزارة الأوقاف

---

[23] القري، محمد علي، بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص ،مجلة مجمع الفقه الإسلامي ،الدورة الحادية عشرة، عدد11، 1419ه –1998م،ص222.

[24] شبير،محمد عثمان ،المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي،مرجع سابق، ص235. والشاجي، وليد والحجي، عبد الله ، صكوك الاستثمار الشرعية، ورقة مقدمة للمؤتمر الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة.

[25] النووي، أبو زكريا يحيى بن شرف:شرح النووي على صحيح مسلم،دار إحياء التراث العربي،بيروت– لبنان.ط2، 1392ه ،ج10،ص171.

الأردنية للاستفادة منها في إعمار أراضي الأوقاف، وكذلك عندما عرضت على مجمع الفقه الإسلامي في دورته الرابعة بجدة عام 1408هـ-1988م، عندها قرر مجمع الفقه الإسلامي إجازة سندات المقارضة التي تتفق مع الشريعة الإسلامية.

وبعد هذه الدورة بدأت بعض الدول الإسلامية بتبنِّي فكرة الصكوك الإسلامية، في سبيل مواجهة العجز في ميزانياتها وتعزيز الإنفاق العام، وبناء المنشآت الحيوية.

**ثانيا: تاريخ الأسهم والسندات :**

بداية يجب التحدث عن المكان الذي يتم فيه تداول الأسهم والسندات التجارية و يمكن القول أن بداية السوق المالي الأردني المنظم قد بدأت في أواخر الستينات حيث لجأت الحكومة إلى الاقتراض الداخلي عن طريق إصدار أذونات الخزينة في عام1969 وسندات التعمير في عام 1971، و سبب ذلك محاولة رأب الصدع الكبير بين النفقات العامة والأيرادات العامة.

وقد كان إلى جانب هذا السوق المنظم، وجد سوق آخر غير منظم لأسهم الشركات المساهمة التي عمد القطاع الخاص إلى تأسيسها وطرح أسهمها للاكتتاب العام من قبل الجمهور، وقد كان بيع وشراء أسهم هذه الشركات يتم عن طريق بعض المكاتب العقارية والصرافين والوسطاء، ولم يكن هناك أي أسلوب من أساليب نشر الأسعار أو تعميمها.[26]

وقد أشارت الخطة الثلاثية(1973-1976) إلى ضرورة إنشاء سوق أردنية للأوراق المالية، وقد كان الهدف الرئيسي من هذه الخطة الثلاثية إنشاء سوق للأوراق المالية.

وقد كانت هذه الفكرة مقبولة؛ لأن المناخ الإقتصادي كان ملائما في تلك الفترة لإنشاء هذا السوق وقد ساعد في ذلك تدفق أموال الدول العربية المجاورة إلى الأردن في السبعينات، مما ساعد على إحداث التغيرات في الهيكل الإقتصادي، حيث أدى إلى ازدهار القطاع الصناعي وإنشاء مؤسسات مالية جديدة، بالإضافة إلى إنشاء المزيد من الشركات المساهمة، وبسبب ذلك، فقد أصبح الجمهور الأردني يهتم بالحصول على الأدوات المالية والتعامل بها.[27]

---

[26] أسواق الأوراق المالية العربية،تنظيمها،أدواتها، أوضاع التعامل فيها،دراسة مشتركة بين المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالي،1985 ص4و5.

[27] أسواق رأس المال في الدول العربية واقعها ومجالات تطويرها.

مؤتمر عقد في أبو ظبي خلال الفترة من4-6 شباط سنة 1984 بإشراف صندوق النقد العربي، وقد أوضحت أوراق المؤتمر إن أسباب تدفق الموال إلى الأردن في السنوات العشر الأخيرة من عام 1973، وهي لزيادة مدا خيل الدول العربية النفطية نتيجة ارتفاع أسعار النفط عام 1973، وزيادة عدد العاملين الأردنيين في أسواق السعودية ودول الخليج، وبالتالي زيادة حجم تحويلاتهم إلى الأردن، بالإضافة إلى ارتفاع حجم المساعدات العربية لدول المواجهة.

وبذلك فقد أنشى سوق عمان المالي بموجب القانون رقم(31) لسنة 1976م وابتدأ أول يوم فعلي كسوق منظم للأوراق المالية في 1978/1/1م، "ولكن المعمول به الأن هو قانون سوق عمان المالي لعام 1990" وكان من أهدافه[28]:

أ-تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الإقتصاد الوطني.

ب-تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بطريقة تكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته.

ج-جمع الإحصائيات والمعلومات اللازمة لتحقيق الغأيات أعلاه ونشرها.

وفي شهر أيار من عام 1977م صدر قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1977م "ولكن القانون المعمول به هو القانون المؤقت للأوراق المالية لعام 76/2002" والذي بدأ بصدور مرحلة إعادة هيكلة إصلاح سوق رأس المال الوطني، فقد نص قانون الأوراق المالية المذكور على إنشاء ثلاث مؤسسات في سوق رأس المال[29]، وسوف يتم تحدث عن كل واحدة بشكل مختصر، وهي :

هيئة الأوراق المالية:

وهي الهيئة الرقابية المنظمة لسوق رأس المال الوطني، وهي هيئة رسمية تتمتع باستقلال مالي وإداري، وتتمتع بشخصية اعتبارية، وتهدف الهيئة إلى:

1- توفير الأجواء الملائمة لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية.

2- الإشراف وتطوير ومراقبة سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال للقيام بالأعمال كلها.

3- حماية حملة الأوراق المالية والمستثمرين فيها من الغش والخداع.

وفي سبيل تحقيق الأهداف سالفة الذكر تتولى الهيئة القيام بالإعمال والوظائف التالية:

أ-الإشراف ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل فيها.

ب-الإشراف ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.

ج- متابعة ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.

د- متابعة عمليات البيع المكشوف للأوراق المالية.

---

[28] الموقع الالكتروني على شبكة الانترنت www.jsc.jo

[29] الموقع الالكتروني على شبكة الانترنت www.jsc.jo

هـ- الإشراف على العروض العامة لشراء أسهم الشركات المساهمة العامة.

ولهيئة الأوراق المالية مجلس يسمى مجلس المفوضين يتألف من خمسة أعضاء من بينهم الرئيس ونائب الرئيس، على أن يكونوا جمعيا أشخاصا طبيعيين وأردنيين ومتفرغين، ومن ذوي الخبرة والاختصاص بشؤون الأوراق المالية، وتعتبر الجهات التالية خاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها لغأيات تنفيذ أحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه.

بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)

مركز إيداع الأوراق المالية.

شركات الخدمات المالية.

الشركات المساهمة العامة.

صناديق الاستثمار.

معتمدو المهن المالية.

أ-بورصة عمان (سوق الأوراق المالية):

وهي الجهة الوحيدة المصرح لها مزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، وهي مؤسسة تتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، ولا تهدف إلى تحقيق الربح، وتدار من قبل القطاع الأهلي.

وقد باشرت بورصة عمان عملها رسميا بتاريخ1999/3/11م، بعد أن اتخذت هيئة الأوراق المالية كافة الخطوات العملية لإنشاء البورصة؛من حيث تعيين المدير التنفيذي، وإقرار النظام الداخلي، وترتيب عقد اجتماع الهيئة العامة، حيث تم تشكيل مجلس إدارة البورصة من القطاع الأهلي والمكون من خمسة أعضاء منتخبين وعضوين آخرين تم تعيينهما من قبل الهيئة.

ب- مركز الإيداع الأوراق المالية :

وهو الجهة الوحيدة في المملكة المصرح لها بمزاولة أعمال تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتسوية أثمأن تلك الأوراق بين الوسطاء الماليين، ويتمتع مركز الإيداع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، ولا يهدف للربح ويدار من قبل القطاع الأهلي.

وقد قامت هيئة الأوراق المالية باتخاذ كافة الخطوات العملية لإنشاء المركز من حيث تعيين المدير التنفيذي، وإقرار النظام الداخلي، وترتيب عقد اجتماع الهيئة العامة للمركز في شهر أيار من عام2000م، وحيث تم تشكيل أعضاء مجلس الإدارة، والمكون من خمسة أعضاء منتخبين، إضافة إلى عضوين تم تعيينهما من قبل هيئة الأوراق المالية.

وبالتالي يتضح مما سبق حداثة التعامل في الأسهم والسندات في الأردن عن طريق سوق الأوراق المالية، ومن الجدير بالذكر أن التعامل في سوق عمان للأوراق المالية ينحصر بالأوراق المالية الأردنية، والتي حددها القانون على أنها الأسهم والسندات وهو موضوع الدراسة وكذلك الأذونات التي تصدرها الحكومة أو البلديات أو الشركات العامة، أوالشركات المساهمة العامة، وأية أوراق مالية أخرى قابلة للتداول، بالإضافة إلى ذلك فإن الأمور المتبعة في سوق عمان للأوراق المالية تتم بالدفع الفوري- والتسليم الأني- أما عمليات البيع والشراء الآجل فلا يتم التعامل به، أي أن المتعاملين في سوق عمان المالي عندما يقومون بشراء الأوراق المالية يجب عليهم القيام بدفع قيمة هذه الأوراق المالية فور شرائها وليس أن يتم دفع قيمة الأوراق المالية التي قاموا بشرائها بعد مدة، كمثال على ذلك إذا تم شراء 10 أسهم في سوق عمان للاوراق المالية يتم دفع قيمة 10 أسهم بعد شرائها مباشرة.

## المطلب الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات:

### أولا: أهمية الصكوك الإسلامية:

أن للصكوك المالية الإسلامية دورا كبيرا جدا في الأسواق المالية الحديثة رغم قصر عمرها، بسبب أن كثير من الدول الأوروبية والعالمية أصبحت تستخدم الصكوك الإسلامية بدل الأسهم والسندات التي تكون مخاطر استثمارها أكبر من الصكوك الإسلامية، وهذا مما أدى إلى توسيع قاعدة الأوراق المالية في سوق المنتجات الإسلامية، وكذلك مما أدى ألى أنه يجب أن تتطور المصارف الإسلامية نتيجة لزيادة المدخرات التي تدخل عليها والتي تريد الاكتتاب بالصكوك الإسلامية، وكذلك يجب على المصارف الإسلامية أن تجد المشاريع الاستثمارية المناسبة لحجم هذه المدخرات الكبيرة، وهذا كله لزيادة الدور الاستثماري للمصارف الإسلامية، وبالتالي أهمية الصكوك الإسلامية هي:

1- أن الصكوك الإسلامية هي أداه مالية فعالة ولا تتعارض مع الأسواق المالية العالمية واكبر دليل على ذلك أن العديد من الدول الأوروبية التي لا تطبق الشريعة الإسلامية أصبحت تتداول الصكوك الإسلامية نتيجة عجز موازناتها بسبب الأسهم والسندات التي لا تطبق المعايير الشرعية الإسلامية.

2- أن الصكوك الإسلامية تساعد الدول التي يوجد عجز في موازناتها عن طريق قيامها بطرح الصكوك الإسلامية التي يقوم الأفراد والمؤسسات المالية بالاكتتاب بها، وهذا قد يساعد على تحسين البنية التحتية للعديد من الدول عن طريق إنشاء المرافق العامة المهمة والضرورية لهذه الدول بطرح الصكوك الإسلامية،مثال الدولة تريد تحسين

مستشفى وتزويده بكل ماهو حديث في عالم الطب ولكنها لا تملك المبالغ الكافية لذلك لوجود عجز في ميزانيتها،فما هو الحل؟ الحل هو أن تقوم باصدار صكوك ملكية للخدمات الصحية، يتضمن الصك طبيعة العلاج الذي يتلقاه من يحمل الصك، ويتم التحديد في الصك ما هي الخدمات الصحية التي يمكن أن تغطيها حصيلة الاكتتاب في هذا الصك، وتمثل الخدمة في الرعأية الصحية التي يتلقاها حامل الصك. ونرى أن العين في هذه الحالة موجودة، وهي المستشفى الذي يجب عليه أن يقوم بعمله وأن يكون حامل الصك يعرف المستشفى ، وتستفيد الدولة والافراد من هذا الاكتتاب عن طريق تمويل أعمال ومشاريع المستشفى الصحية وتقديم أفضل الخدمات، وبالتالي يستفيد حامل الصك من الخدمات الموجوده في الصك، والأفراد الآخرين من تجهيز هذا المستشفى بأحسن الاجهزة الطبية الحديثة، وتستفيد الدولة من توفير مستشفى متطور لأفراد الشعب لم تكن الدولة قادرة على تجهيزة من دون صكوك ملكية الخدمات.

3- أن الصكوك الإسلامية تقوم على تطبيق الشرعية الإسلامية الحنيفة، مما دفع العديد من الأشخاص على استثمار أموالهم في الصكوك الإسلامية بدل الأسهم والسندات التي لا تطبق المعايير الشرعية.
4- أن تحقيق العدل بين الأشخاص المساهمين في الصكوك الإسلامية خصوصا في الأرباح، قد يشجع العديد من الأشخاص على الاكتتاب بالصكوك الإسلامية، مما يؤدي إلى قيام سوق مالية إسلامية كبيرة يكون الأشخاص المستثمرين فيها هم الأشخاص الباحثين عن الرزق الحلال.
5- الصكوك الإسلامية لها دور مصرفي واستثماري وتجاري، وبالتالي هي تقوم على تمويل الأنشطة الاستثمارية والتجارية كما في المصارف بشكل عام، وهذا يؤدي إلى تطوير المؤسسة المالية الإسلامية إلى مؤسسة شاملة تقوم على الصرافة والاستثمار والتجارة والخدمات....[30]

---

[30] الشايجي والحجي،صكوك الاستثمار الشرعية،مرجع سابق،ص54.والمنيع،عماد يوسف(2005) الصكوك الإسلامية، التجربة والمستقبل، ورقة مقدمة للمؤتمر المصرفي الإسلامي الثاني،الكويت. ومحمد خير ،عثمان حمد،تجارب صناعة الصناديق الاستثمارية بالسودان...تجربة شركة السودان للخدمات المالية، ورقة تعريفية غي تحليلية،شركة السودان للخدمات المالية المحدودة،غي منشور.
وحسانين،فياض عبد المنعم،الصكوك الاسلامية والاجتهادات الشرعية،المؤتمر المصرفي الاسلامي الثاني،الكويت،2005،ص12.

6- الصكوك الإسلامية تؤدي إلى تقوية المصارف المالية الإسلامية؛ لأنها أداة مقبولة شرعا في توظيف السيولة، وتحقيق عائد، وتخفيض المخاطر، كما تساعد في أيجاد الإطار الملائم لإدارة السيولة لدى البنوك الإسلامية بوجه خاص وسائر البنوك التقليدية الوطنية بشكل عام، وما يترتب على ذلك من نتائج اقتصادية مباشرة وغير مباشرة لخير البلاد والعباد.

7- الصكوك الإسلامية متنوعة؛ لأنها ذات أنشطة متنوعة فهي لا تفيد الجهة المصدرة لهذه الصكوك بنوع معين من الأنشطة أو المشاريع للأموال المحصلة، وأنما يمكنها من تمويل ما تراه من الأنشطة المتاحة أمامها، مما جعلها مناسبة لمعظم أوجه النشاط التجاري والاستثماري، كما أنه يمكن إصدارها بآجال متعددة وبعملات مختلفة مما أتاح للمدخرين والمستثمرين حرية الاختيار للأداة المالية التي تتلاءم مع احتياجاتهم.

8- الصكوك الإسلامية تقوم على الربح والخسارة، وبالتالي فهي لا تلزم الدولة بشيء ثابت للأشخاص الذين قاموا بشراء الصكوك من الدولة.

9- أن الصكوك الإسلامية تؤدي إلى اجتذاب المدخرات الحقيقية وتجميع الأموال اللازمة لتمويل المشروعات ذات الجدوى الإقتصادية والاجتماعية.[31]

10- الصكوك الإسلامية تساعد على تمويل المشروعات الكبيرة التي لا تطبقها جهة واحدة.[32]

11- الصكوك الإسلامية تمول المشروعات التنموية للدول و المؤسسات والمرافق الحكومية، وبالتالي تتحقق المشاركة بين الدولة والمواطنين في الأعمار والتقدم.[33]

12- تقوم الصكوك الإسلامية بمساعدة المصارف الإسلامية بالتخفيف من ضغوط الودائع قصيرة الأجل القابلة للسحب؛ سعيا وراء تحقيق عائد سريع، مع الاحتفاظ بأصول شبه سائلة، مما أعاق المصارف عن القيام بأنشطة تمويلية واستثمارية متنوعة؛ لأن تركز الموارد لدى المصارف الإسلامية في مثل هذه الودائع وعدم مرونة هيكلها يعوقها عن القيام بالأنشطة التمويلية المتنوعة، في حين أن تنوع هيكل الموارد يتيح تقديم أنشطة شاملة ومتنوعة، وهذا بدورة يؤدي إلى أنخفاض نسبة المخاطرة.

13- تعتبر الصكوك الإسلامية أداة فعالة لربط الأصول بالحسوم، والموارد بالاستخدامات، والادخار بالاستثمار، وبخاصة في أحوال الصكوك المخصصة، ويمكن مراقبة الأداء

---

[31] محمد أمين ،نادية،صكوك الاستثمار الشرعية،خصائصها وأنواعها،المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر،كلية الشريعة والقانون،جامعة الإمارات العربية المتحدة،ص983.

[32] العثماني، محمد تقي، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة ، ورقة مقدمة الى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية،هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين،ص1.

[33] الشايجي والحجي ،صكوك الاستثمار الشرعية، مرجع سابق،ص926.

من واقع الشفافية والإفصاح للمعلومات بسهولة في حالة الصكوك المخصصة، فيرتفع مستوى الأداء.[34]

14- أن استخدام الصكوك الإسلامية يوسع من الأدوات المالية، وينشط سوق رأس المال، فتقل الحاجة إلى الاقتراض بالربا، فمع اتساع تداول الصكوك الإسلامية وتجاوبها مع احتياجات السوق(المدخرون والمستثمرون والدولة) يقل الاعتماد على الديون بالفوائد.[35]

15- أن تنامي جانب الطلب على السيولة النقدية في السوق المالي، وهو الجانب الهام في تنمية السوق المالية؛ حيث أن أهم محرك للأموال في أي نظام مالي هو جانب الطلب، والذي يتكون من الأدوات المالية ذاتها.

16- تقوم الصكوك الإسلامية على توزيع الثروة بين الأشخاص المستثمرين في هذه الصكوك بنسبة عادلة، وهذا مما يؤدي إلى توزيع الثروة بين جميع أطياف المجتمع في الدولة وهذا أهم هدف للاقتصاد الإسلامي الحديث.[36]

17- تقوم الصكوك الإسلامية بتغطية الالتزامات المالية الطارئة على الشركة من ديون أو رواتب أو مصروفات، حيث تقوم الشركة بتصكيك بعض موجوداتها من مستغلات أو معدات ببيعها إلى المستثمرين في الصكوك التي تصدرها هي أو جهة مختصة بالتصكيك، ثم تستأجر تلك المستغلات أو المعدات التي تحتاج آليةا للاستمرار في أنشطتها.[37]

وكذلك فإن للتوثيق بالصكوك أهمية كبيرة في حياة الأنسأن، تتجلى تلك الأهمية بالإضافة إلى ما سبق:

رغم اختلاف العلماء في حكم الأمر بكتابة الديون المؤجلة في أية الدين[38] إلى قولين' إلا أننا نلتمس أن الذي قال بالندب لم ينف ضرورة الكتابة في ذلك إرشادا إلى الأصلح، وهو من متممات حفظ المال من جانب الوجود.[39]

---

34 حسانين،الصكوك الإسلامية والاجتهادات الشرعية،ص32.

35 حسانين، مرجع سابق،ص32.

36 عثماني، محمد تقي، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة،مرجع سابق، ص2.

37 أبو غدة، الصكوك الإسلامية(التو ريق) وتطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 1430ه-2009م.

38 سورة البقرة الاية282.

39 ألشاطبي،أبي إسحاق إبراهيم بن موسى اللخمي: الموافقات في أصول الأحكام شرح عبد الله دراز،ط بون،بيروت: دار المعرفة9/2. عمر بن صالح بن عمر، ص501-502لشريعة عند الإمام العز بن عبد السلام، ط الأولى.الأردن:دار النفائ، ص501-5022. السالمي : عبد الله بن حميد:جوابات الإمام السالمي،ط الثانية،مراجعة عبد الستار أبو غدة وعبد الله السالمي،سلطنة عمان:مطابع النهضة 97/4.

تتجلى أهمية الصك أيضا في تحقيقه لفوائد جليلة وعظيمة، وهي علة الكتابة وهي قوله تعالى" ذلكم اقسط عند الله وأقوم للشهادة وأدنى .."

ومن هذه الفوائد ما يلي:[40]

أ- طاعة الله تعالى، وطاعة رسوله فإن الله أنزل في الأمر بالكتابة أطول أية في القرأن.

ب-صيانة الأموال وحفظ الحقوق.

ج- الاحتراز عن وقوع المنازعة وتوقي الجحود والنسيأن.

د- رفع الارتياب فقد يشتبه على المتعاملين إذا تطاول الزمأن مقدار البدل ومقدار الأجل.

هـ- التحرز عن العقود الفاسدة؛ لأن المتعاملَيْن ربما لا يهتديأن إلى الأسباب المفسدة للعقد.

و- أقوم لشهادة الشهود، فالشاهد قد يشك في شهادته بسبب النسيأن ولكن بتثبيتها في الصك يتذكرها فيكون ذلك ابلغ لشهادته وأقوم.

## ثأنيا: أهمية الأسهم والسندات التجارية:

أصبحت الأسهم والسندات التجارية هي عصب الحياة العصرية الأن، وأصبحت الدول التي لا تستخدمها من الدول المتخلفة حضاريا واقتصاديا، ولهذا فإن أهميتها قد تبرز من عدة جوأنب وهي:

1- للأسهم والسندات دور مهم في أيجاد مجالات جديدة للاستثمار؛ بتفعيل الأصول الثابتة التي تملكها الدولة.

2- تساهم الأسهم والسندات التجارية بدور أكبر للمؤسسات المالية لتوفير التمويل اللازم للاحتياجات الحكومية قصيرة أو طويلة الأجل.

3- تستخدم الأسهم والسندات في معالجة فائض السيولة النقدية لدى المصارف والشركات والمؤسسات المالية في سوق عمان المالي بدل استثمارها في الخارج.

4- يمكن أن يكون للأسهم والسندات دور اجتماعي وأنسأني وتكافلي؛ عن طريق قيام الأفراد بشرائها بسعر قليل قد يرتفع بعد فتره وجيزة مما يحسن الوضع الاجتماعي لهؤلاء الأفراد، وقد يساهم بحاجات عامة عن طريق استثمار الدولة فيها، وقد يربح فيها مما ينعكس على اقتصاد الدولة نفسها ويحسن الخدمات التي تقدمها للمجتمع.

---

[40] العبري، إبراهيم يحيى حمدان:مؤسسة القضاة بعمان(الواقع والأفاق)،رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإسلامية،تونس-جامعة الزيتونة،1425ه-2004م،ص229.

5- الذين يريدون استثمار فائض أموالهم، قد يحصلون على أرباح عالية، ويستطيعون بعد مدة القيام ببيعها مرة أخرى بعد الاستفادة منها أو التوقع أن قيمتها سوف تهبط فيتم بيعها.

## المطلب الثالث: العوامل التي ساعدت على انتشار الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات:

### أولا: الصكوك الإسلامية:

كما تحدثنا سابقا بسبب مزأيا الصكوك الإسلامية، قامت الدول الأوروبية والعالمية غير الإسلامية بالاستثمار في الصكوك الإسلامية وهذا كله يرجع إلى العديد من العوامل وأهمها:

1- الاستمرار في تنقية الصكوك الإسلامية مما يتعارض مع الشريعة الإسلامية، ووضع التشريعات الكفيلة بتنظيمها مما عزز الثقة بها.

2- الصكوك الإسلامية أقل خطورة من الأسهم والسندات، لأنها أقل تغيرا من حيث القيمة عن باقي الأدوات المالية الأخرى، بسبب اتفاق الصكوك الإسلامية مع الشريعة الإسلامية الحنيفة.

3- للصكوك مدة محدده بحيث يسترد حامل الصك رأس ماله في نهأية الأجل.

4- بسبب تطور الهندسة المالية الإسلامية التي قدمت أفضل أداه مالية وهي الصكوك الإسلامية.

5- الصكوك الإسلامية التي تصدرها الحكومة تتمتع بالثقة والضمان، لأن الحكومة ذات قوة مالية كبيرة، مما أدى إلى توسع إصدار الصكوك الإسلامية.

6- تنوع الصكوك الإسلامية؛ سواء بطبيعتها أو باعتبار آجالها (قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل)، أو باعتبار الجهة التي تصدرها (بنوك مركزية، بنوك محلية، شركات..)، مما أعطى للصكوك الإسلامية زخما في سوق الأوراق المالية، وساهم في توسيع قاعدة المنتجات المالية الإسلامية، ولهذا شهدت سوق الصكوك الإسلامية تطورا كبيرا ونموا متسارعا في السنوات الأخيرة[41].

7- الفرق الكبير في تكلفة التمويل بين ما يتم الحصول عليه من إصدار الصكوك، وبين التكلفة التي تتقاضاها المصارف من عمليات الإقراض، حيث يوفر إصدار الصكوك تمويلا أعلى[42].

8- تتمتع الصكوك الإسلامية بأرباح دورية، وذلك يجعل للدخل الدوري استقرار نسبي قابل للتوقع.

---

[41] العثماني،الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة،مرجع سابق،ص1.

[42] حماد،نزيه،في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة،ط1،دار القلم،دمشق،سوريا،1428ه-2007،ص315.

**ثانيا: الأسهم والسندات:**

تعد الأسهم والسندات عصب الحياة للأسواق المالية المعاصرة، نظرا لاعتبارها السلعة الرئيسية المتداولة فيها، لذلك فإنها تعتبر من أبرز أدوات الاستثمار في الوقت الحاضر، والعوامل التي ساعدت على ذلك هي:

1- تطور استخدام الأسهم والسندات، نتيجة تحديث أساليب الهيكلة المالية للبنوك وغيرها، مما ساعد على رفع كفاءة تعبئة المدخرات وتوجيه الموارد المالية على الاستثمارات والاحتياجات التمويلية المختلفة.

2- قدرة الأسهم والسندات على الوفاء بتغطية العجز المالي؛ من خلال إذا كان هناك حاجة إلى سيولة نقدية حيث يتم بيع الأسهم والسندات.

3- الحاجة المستمرة إلى التوسع في مشاريع البنية التحتية في كثير من الدول؛ بسبب الأرباح التي قد تحصل عليها الدول نتيجة الاستثمار في الأسهم والسندات.

4- لأنها تمكن المتعامل بها من الحصول على التمويل الذي يريده، ولكن بشرط أن يكون لديه خبرة مالية لأن الأسهم قد ترتفع فيحقق ربح كبير وكذلك قد تنزل ويخسر.

5- وقد تكون من عوامل انتشار الأسهم حق حامل السهم من نقل ملكية السهم والحق في الحصول على نصيبه من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها، والحق في التصويت في الهيئة العامة والترشيح لعضوية مجلس الإدارة، وكذلك مسؤوليته المحدودة بمقدار ما يملكه من أسهم في رأس مال الشركة.

6- وكذلك زيادة إسناد القرض الصادرة عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات؛ إذ تضمن لها توفير الأموال اللازمة دون زيادة عدد المساهمين الذين يتقاسمون الأرباح، كما لها إدارة مستقرة دون إدخال مساهمين جدد قد يحاولون تعديل الإدارة.

## المبحث الثالث: أنواع الأسهم والسندات والصكوك الإسلامية وخصائص كل منهم:

تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب ففي المطلب الاول تم التطرق إلى أنواع الأسهم وخصائصها، أما المطلب الثاني إلى أنواع السندات وخصائصها، والمطلب الثالث إلى أنواع الصكوك الإسلامية وخصائصها.

### المطلب الأول: أنواع الأسهم وخصائصها:

تنقسم الأسهم إلى عدة أنواع بحسب المستخدم في التقسيم ... فتنقسم حسب طبيعة حصة المساهم إلى أسهم نقدية واسهم عينية، وتنقسم حسب ملكيتها وطريقة إصدارها وتداولها إلى أسهم اسمية وأسهم لحامله، وتنقسم حسب الحقوق التي يقررها للمساهمين إلى: أسهم عادية واسهم ممتازة وأسهم مؤخرة الأرباح، وتنقسم حسب استهلاك السهم أي رد قيمته الإسمية للمساهم إلى أسهم رأس مال وأسهم تمتع.

ونوضح فيما يلي طبيعة كل نوع:

1- الأسهم النقدية والأسهم العينية:

السهم النقدي هو السهم الذي يمثل حصة نقدية في رأس مال شركة المساهمة إذ يدفع المكتتب قيمته نقدا. وقد نص المشرع الأردني في قانون الشركات لعام 1997على أن تسدد قيمة الأسهم عند المكتتب بها دفعة واحدة.

أما السهم العيني فيمثل حصة عينية في رأس مال الشركة وتصدر الشركة الأسهم العينية مقابل أصول عينية (عقارات – آلات – بضاعة...) يقدمها المكتتب، فالأموال المنقولة وغير المنقولة تصلح أن تكون من المقدمات العينية، كما تصلح حقوق الامتياز والاختراع وغيرها من الحقوق المعنوية أن تكون من المقدمات العينية التي يمنح صاحبها أسهما عينية مقابل تقديمها[43]، وقد احتاط المشرع الأردني بالنسبة للأسهم العينية فأخضع تقدير قيمتها إلى إجراءات خاصة[44]، وتختص بوجوب تقييم الحصة العينية والتأكد من صحة هذا التقييم حتى يصل مقدم الحصة على أسهم تناسب قيمتها الإسمية مع القيمة الحقيقية للحصة المقدمة، ويجب الوفاء بقيمة الأسهم العينية بالكامل عند الاكتتاب، ويتمتع مالكو الأسهم العينية في الشركة المساهمة العامة بالحقوق التي يتمتع بها أصحاب الأسهم النقدية.

2- الأسهم الإسمية والأسهم لحاملها:

---

[43] نص المادة(97)وكذلك المادة(109/ا) من قانون الشركات الأردني.

[44] نصت على هذه الإجراءات المادة(109)من قانون الشركات الأردني.

السهم الإسمي هو السهم الذي يحمل اسم صاحبه، وتثبت ملكيته له بقيد اسمه في سجل المساهمين الذي تمسكه الشركة وكذلك في سجل الأسهم الذي يجب على الشركة إمساكه وتخصص فيه صفحة لكل سهم تحمل رقمه المسلسل وعند أنتقال ملكية هذا السهم لشخص أخر يتعين إثبات اسم المالك الجديد في سجل التنازلات بالشركة، وثبات التنازل في سجل الأسهم.

إما السهم لحامله فهو السهم الذي لا يذكر فيه اسم المساهم ولكن يكتتب عليه أنه لحامله ويتم نقل الملكية بالتسليم المادي من المتنازل آلية ويعتبر حامل السهم هو مالكه في نظر الشركة.

أن المشرع الأردني لم يأخذ إلا بالأسهم الإسمية والتي تحمل اسم المالك[45]وبالتالي لم يأخذ مشرعنا بالأسهم لأمر والتي تتضمن عبارة لأمر ويتم تداولها بالتظهير، كما أنه لم يأخذ بالأسهم لحاملها والتي لا تحمل اسم المالك ويتم تداولها بالتسليم.

3- الأسهم العادية والأسهم الممتازة والأسهم مؤخرة الأرباح:[46]

الأسهم العادية وهي أكثر أنواع الأسهم انتشارا لأنها تمثل الأصل ولا تعطي أصحابها أي امتيازات عند توزيع الأرباح أو عند التصفية أو في التصويت في اجتماعات الجمعية العامة فيكون لصاحب السهم العادي الحق في استلام حصته في الأرباح التي يتقرر توزيعها بعد استيفاء حملة الأسهم الممتازة لحقوقهم، والحق في اقتسام صافي أصول الشركة عند التصفية على قدم المساواة مع باقي المساهمين (أيضا بعد استيفاء حملة الأسهم الممتازة لحقوقهم) والحق في حضور الجمعيات العمومية والتصويت بنسبة ما يملكه من أسهم.

أما الأسهم الممتازة فلها عدة أشكال[47]:

أ- الأسهم الممتازة التي تمنح أصحابها أولوية في الحصول على الأرباح:

كتخصيص نسبة من الربح توزع على أصحاب الأسهم الممتازة قبل توزيع الربح على باقي الأسهم العادية. ويتحدد حق هذا السهم في الربح كنسبة مئوية معينة من القيمة المدفوعة للسهم أو القيمة الإسمية إذا كانت مدفوعة بالكامل.

ب-الأسهم الممتازة التي تمنح أصحابها أولوية اقتسام موجودات الشركة عند التصفية:

حيث يحصل أصحاب الأسهم الممتازة أولا على القيمة الإسمية لأسهمهم قبل حملة الأسهم العادية.

---

[45] نصت المادة 95/أ من قانون الشركات على إن"يحدد رأس المال مال الشركة المساهمة العامة المصرح به وكذلك المكتتب به فعلا بالدينار الأردني ويقسم إلى أسهم اسمية وتكون قيمة السهم دينار واحد"

[46] الحناوي،محمد صلاح، والعبد،جلال إبراهيم،بورصة الأوراق المالية،الدار الجامعية للنشر،مصر-الإسكندرية،2002م،ص31.

بلول، مختار محمد،الأسهم والسندات،المكتب المصري الحديث للنشر،مصر-القاهرة،1992،ص100.

[47] جودة،صلاح السيد،بورصة الأوراق المالية،مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية،مصر-القاهرة،2000م،ص162.

ج- الأسهم الممتازة التي تمنح عدة أصوات إضافية في الجمعية العمومية أو تمنح حق الاعتراض على قراراتها(حق الفيتو): ويصدر هذا النوع من الأسهم لإرضاء المساهمين الذين يرغبون في السيطرة على إدارة الشركة ويكون مقيدا في الحالات التي يكون فيها رأس مال الدولة اقل من الأجنبي في المشروعات المشتركة.

و أما ما يعرف بالأسهم المؤخرة للأرباح وهي الأسهم التي يكون لحاملها حق متأخر في الحصول على الربح إذ لاتستحق أرباح لهذه الأسهم إلا بعد حساب نصيب الأسهم الممتازة والأسهم العادية من أرباح الشركة. ويخصص هذا النوع من الأسهم في العادة للمؤسسين الذين يلجاون إلى إصدارها والاكتتاب فيها لإعطاء جمهور المستثمرين ثقة في نجاح إعمال الشركة ومستقبلها وتشجيعه على الاكتتاب في الأسهم العادية.

4- أسهم رأس المال وأسهم التمتع:

أسهم التمتع أو الأنتفاع هي الأسهم التي تعطى للمساهم الذي استهلكت أسهمه أثناء حياة الشركة، أما الأسهم التي تستهلك فهي أسهم رأس المال.

5- أسهم المنحة أو الأنعام:

وهي الأسهم التي تمنح بدون مقابل للمساهمين الأصليين في الشركة عند تحويل احتياطيات الشركة إلى رأس المال... .

لقد ورد في المادة الثالثة من قانون الأوراق المالية الأردني المؤقت لسنة 76/2002 أن الأوراق المالية تشمل ما يلي ومن ضمنها الأسهم وهي نوعين:

أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.

الأسهم والوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار المشترك.

**خصائص الأسهم:**

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص:

1- قابلية السهم للتداول: أي أنها قابله للتصرف فيها بالبيع والشراء والرهن، وتوفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية، فهي تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة إلى اتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها، وقابلية السهم للتداول هي السمة الجوهرية التي تميز الشركة المساهمة العامة، وحرية تداول السهم تتفق وطبيعة الشركة المساهمة العامة التي لا تقوم على الاعتبار الشخصي – بخلاف الحال في شركات الأشخاص- وبذلك يتمكن المساهم من الحصول على قيمة سهمه دون أن يترتب على

ذلك ضرر للشركة أو لدائنيها، فالشركة لا ترد إلى المساهم المتنازل، وتبعا لذلك يظل رأس مال الشركة ثابتا لا يتغير، كما لا يؤثر هذا التصرف على الضمان العام للدائنين.

2- تساوي القيمة الإسمية للأسهم: أي أن كل سهم يتساوى مع غيره، حيث يقسم رأس مال الشركة المساهمة العامة إلى أسهم متساوية في القيمة الإسمية، وتكون القيمة الإسمية للسهم الواحد دينار واحد، وهذا ما نص عليه المشرع في المادة (95/ا)من قانون الشركات لعام 1997.

والحكمة من وجوب تساوي الأسهم في القيمة الإسمية هي الحرص على المساواة بين المساهمين في الأرباح والحق في التصويت وتوزيع موجودات الشركة وفائض التصفية بعد تصفيتها، وكذلك فإن تساوي الأسهم في القيمة يسهل حساب النصاب والأغلبية في اجتماعات الهيئة العامة للشركة، كما يسهل تداولها في سوق الأوراق المالية.

عدم قابلية السهم للتجزئة: يتميز السهم بأنه غير قابل للتجزئة، كما يمكن أن يمتلكه أكثر من شخص شريطة أن يختاروا من بينهم من يمثلهم في الهيئة العامة للشركة.

فإذا آلت ملكية السهم بطريق الإرث إلى مجموعة من الورثة فيجوز لهم الاشتراك في ملكية السهم الواحد بحكم الخلفية فيه لمورثهم، وينطبق هذا الحكم عليهم إذا اشتركوا في أكثر من سهم واحد من تركة مورثهم على أن يختاروا في الحالتين أحدهم ليمثلهم تجاه الشركة ولديها (المادة96 من قانون الشركات).

والحكمة من تقرير عدم قابلية السهم للتجزئة هي تسهيل مباشرة الحقوق اللصيقة بها، والتي تمنحها لأصحابها لا سيَّما حق التصويت في الهيئة العامة إذ من غير المتصور أن يكون هذا الحق قابلا للتجزئة.

3- مسؤولية مالك السهم محدودة بقيمته: أي أن تحديد مسؤولية المساهم عن ديون الشركة يكون بمقدار ما يملكه من أسهم في هذه الشركة، فلا يجوز أن يطالب بما يزيد عن مقدار مساهمته في رأس مال الشركة مهما بلغت ديون الشركة حتى ولو كانت موجوداتها غير كافية للوفاء بديونها، وهذا ما نص عليه المشرع الأردني في المادة(91) من قانون الشركات الحالي، حيث أكد على أن الذمة المالية للشركة المساهمة العامة مستقلة عن الذمة المالية لكل مساهم فيها، وأن المساهم لا يكون مسؤولا عن ديون الشركة والتزاماتها إلا بمقدار الأسهم التي يمتلكها في الشركة.

## المطلب الثاني:أنواع السندات وخصائصها:

يمكن تقسيم السندات التي تصدرها شركات المساهمة إلى أنواع مختلفة بحسب الأساس المستخدم في التقسيم، وذلك كما يلي:

1- حسب طريقة تملكها وتداولها[48]:

أ- سندات اسمية: وهي التي تحمل اسم صاحبها وتقيد بحساب الشركة ولا تتداول الا بعد موافقة الشركة واثبات التنازل عنها في دفاترها.

ب-سندات لحاملها: ويتم تداولها بالتسليم ولا تحمل اسم صاحبها ولا يحتاج التنازل عنها موافقة الشركة أو اثبات التنازل في سجلاتها.

2- من حيث نوع العائد الذي تغله[49]:

أ-سندات ذات فائدة دورية ثابتة:

وهو النوع العادي المألوف الذي يستحق فائدة بمعدل ثابت القيمة الإسمية للسند بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة.

ب-سندات ذات أيراد متغير:

إذ ينقسم عائدها إلى فائدة ثابتة دورية ودخل إضافي يتغير بتغير أرباح الشركة، ويسمى هذا النوع بسندات الدخل.

ج- سندات ذات نصيب:

ولها الحق في فائدة ثابتة وسنوية ويحصل بعضها والذي يعين سنويا بالقرعة على جوائز مالية كبيرة.

3- وفقا لما تتمتع به من ضمأن[50]:

أ-سندات عادية ليس لها سوى الضمان العادي العام الذي يتمتع به باقي الدائنين وينصب على جميع أصول الشركة وما تتمتع به من مقدرة على تحقيق أرباح.

ب-سندات مضمونة برهن على بعض أصول الشركة.

جــ - سندات مضمونة بواسطة هيئة خارجية سواء من ناحية سداد قيمة السند أو الفائدة الدورية، وغالبا ما تكون هذه الهيئة إحدى الهيئات الحكومية أو البنوك.

وقد نص القانون الأردني المؤقت للأوراق المالية لعام 76/2002على نوعين وهما:

---

[48] بني هاني،حسين، الأسواق المالية،بدون دار نشر، الأردن-عمان،2002،،ص153.
[49] جودة،صلاح السيد،مرجع سابق،182.
[50] جودة،صلاح السيد،مرجع سابق،183.

إسناد القرض الصادرة عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات: وقد تم تعريفها في المادة (116 ) من قانون الشركات الأردني:"إسناد القرض هي أوراق مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول، تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للاكتتاب وفقا لأحكام القانون للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبها بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار" وهي تستخدمها الشركات عندما تحتاج إلى أموال جديدة، فتقوم باقتراض ما يلزمها من أموال، وإصدار إسناد القرض – على عكس الأسهم– ليس وقفا على الشركة المساهمة العامة فقط، بل يجوز للحكومة والمؤسسات الرسمية العامة والمؤسسات العامة والبلديات إصدار إسناد قرض، أي عندما تريد إحدى هذه الجهات أن تقترض من الجمهور فإنها تقوم بإصدار أوراق مالية بقيمة اسمية محددة وتحمل فائدة محددة وتستحق بعد فترة زمنية محددة وتقوم الحكومة أو المؤسسة أو الشركة المساهمة بنهأيتها بإطفائها، أي باسترجاع هذه الأوراق من حامليها وتدفع لهم بالمقابل قيمتها الإسمية وكذلك تقوم بدفع الفوائد المحددة مسبقا.

د– إسناد خيار المساهمة: وهي عبارة عن إسناد قرض ذات فائدة محددة تعطي لحاملها خيار تحويلها إلى أسهم على أساس سعر التحويل المحدد مسبقا عند إصدارها على أن يتم هذا التحويل خلال المدة التي تحددها الجهة المصدرة.[51]

ويجب أن تتضمن نشرة الإصدار نصا صريحا على قابلية هذه الإسناد للتحويل إلى أسهم، بالإضافة إلى جميع القواعد والأسس التي يتم على أساسها التحويل، فيكون من حق حاملها طلب تحويلها إلى أسهم خلال المدة المحددة، وبالتالي يتغير مركزه القانوني من دائن إلى مساهم، وإذا لم يرغب بتحويلها إلى أسهم فيكون من حقه استرداد قيمتها في تاريخ الاستحقاق.

ويوفر إسناد خيار المساهمة مزايا مختلفة لكلا الطرفين – أي الجهة المصدرة والمستثمر– فمن أهم مزاياها بالنسبة للجهة المصدرة أنها توفر لها فرصة الحصول على الأموال التي تحتاجها بتكلفة منخفضة نسبيا؛ لأن هذا الإسناد يصدر بمعدل فائدة أقل من الإسناد العادية.

وتتجلى هذه الميزة إذا كانت الجهة المصدرة لهذه الإسناد في بداية حياتها – أي في مرحلة النمو– بحيث يكون وضعها المالي لا يسمح لها بتوزيع أرباح سنوية مرتفعة على المساهمين، مما يجعل القيمة السوقية لأسهمها منخفضة، وإذا ما رغبت بزيادة رأس مالها عن طريق إصدار أسهم جديدة في هذه المرحلة، فربما لا تجد الإقبال الكافي لتغطية الاكتتاب بهذه الأسهم، وعليه فالبديل المناسب يكون بإصدار إسناد خيار المساهمة والتي تجذب المستثمر لوجود ميزة قابليتها للتحويل

[51] يشترط المشرع في المادة(125/ب)من قانون الشركات: إن يبدي حامل السند رغبته بالتحويل في المواعيد التي تنص عليها نشرة الإصدار، فإذا لم يبد رغبته خلال هذه المدة فقد حقه في التحويل.

إلى أسهم والتي توفر له فرصة لجني أرباح محتملة في حالة تحسن نشاط الجهة المصدرة مستقبلا وأنعكاس هذا على القيمة السوقية لأسهمها.

**خصائص السندات:**

1- يعد سند القرض أداة دين: حيث يرتب السند لمالكه على الشركة حق دائنيه، في حين يرتب السهم لمالكه حق ملكية، وبذلك يكون مالك سند القرض دائنا للشركة بقيمة الإسناد التي يملكها، فلا يشترك في اجتماعات الهيئة العامة للشركة وليس له التدخل في إدارتها، ولا يشترك في اقتسام الأرباح والخسائر، وله الحق في الحصول على فائدة ثابتة تحدد مسبق في نشرة إصدار الإسناد.

وحقه في الحصول على هذه الفائدة ثابت وأن لم تتحقق الشركة أرباحا، وتنتهي علاقته بالشركة بمجرد استيفاء قيمة سند القرض وفوائده في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه أو في تاريخ الإطفاء حسب المادة 131 من قانون الشركات، ويتمتع حامل السند بضمأن عام على أموال الشركة فيستوفي قيمة سنده والفوائد المستحقة بالأفضلية على المساهمين وذلك في حالة إفلاس الشركة أو تصفيتها.

2- يصدر إسناد القرض بقيمة اسمية واحدة في الإصدار الواحد:

قدمنا أن إسناد القرض تمثل دينا للمقرضين على الشركة، ويمثل هذه الإسناد قرضا جماعيا تقوم به الشركة عن طريق الاكتتاب العام، فلا يمثل كل منهما دينا مستقلا بذاته بل جزء من إصدار واحد، وتكون أجزاء هذا القرض – أي إسناد القرض– ذات قيمة اسمية واحدة وتترتب لها أو عليها ذات الحقوق والواجبات. ومن الجدير بالذكر أن مبدأ التساوي في القيمة الإسمية لإسناد القرض مقرر بالنسبة للإصدار الواحد.[52]

ولا يطبق على إصدار أخر تقوم به الشركة والذي يجوز أن تختلف فيه القيمة الإسمية لإسناد القرض عن قيمتها في الإصدار السابق.

ولهذا لم يضع المشرع حدا أدنى للقيمة الإسمية لسند القرض كما فعل بالنسبة للسهم.

3- إسناد القرض قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية: وقد نصت على هذه الخاصية المادتين(116، 118)من قانون الشركات ، فإسناد القرض أوراق مالية قابلة للتداول شأنها في ذلك شأن الأسهم.

---

[52] تنص المادة(119/ا) من قانون الشركات:تكون إسناد القرض بقيمة اسمية واحدة في الإصدار الواحد وتصدر شهادات الإسناد بفئات مختلفة لإغراض التداول.."

وتتوقف طريقة تداولها على الشكل الذي تصدر به، فإن كانت إسناد القرض الإسمية وهي التي تسجل بأسماء مالكيها، تنتقل ملكيتها وفقا لأحكام قانون الأوراق المالية ويوثق البيع في سجلات الشركة المصدرة لها، و إذا كانت إسناد القرض لحاملها وهي التي لا يظهر فيها اسم المالك فإنها تعطي لحائزها حق ملكيتها واستعمال الحقوق المترتبة له بموجبها وتنتقل ملكيتها بمجرد التسليم.

ولقد كان المشرع الأردني في قانون الشركات لسنة1989 ينص صراحة على تقسيم إسناد القرض من حيث ملكيتهاإلى إسناد قرض اسمية وإسناد قرض لحاملها، ومبينا كيفية أنتقال ملكية كل نوع منهما (المادة145) إلا أن هذا النص لم يعد له وجود في قانون الشركات الحالي لعام1997، حيث نص المشرع في المادة (118) على ما يلي:" تكون إسناد القرض إسمية تسجل أسماء مالكيها وتوثق البيوع الواقعة عليها في سجلات الشركة المصدرة لها أو لدى الجهة الحافظة لهذه السجلات وتكون هذه الإسناد قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية حسب ما ينص عليه قانون الأوراق المالية".

## المطلب الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية وخصائصها:

أن عمليه التصكيك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية ينتج عنها تنوع الصكوك تبعا لتنوع الصيغ التي تصدر على أساسها الصكوك، وبالتالي سوف يتم التحدث عن أنواع الصكوك الإسلامية.

وقد حدد قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم 30 لسنة 2012 أنواع الصكوك في المادة 8 ونصها "

أ- تصدر صكوك التمويل الإسلامي بموجب أي من العقود التالية:

1- الإجارة.

2- المضاربة.

3- المرابحة.

4- المشاركة.

5- السلم.

6- الاستصناع.

7- بيع حق المنفعة.

8- أي عقد أخر تجيزه الهيئة.

ب–تنظم صكوك التمويل الإسلامي المنصوص عليها في الفقرة (أ) من هذه المادة بمقتضى نظام يصدر بناء على تنسيب المجلس المستند إلى توصية الهيئة ".

وسيتم الحديث عنها في التفصيل تاليا وهي:

**أولا: صكوك المضاربة:**

عرفت" المعايير الشرعية" لهيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المضاربة بأنها:" وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها"53 وبالتالي فهي وثائق يصدرها المضارب أو وسيط مالي بديل عنه، يكون الهدف منها استثمار حصيلتها في مشروع معين أو نشاط خاص، أو في مجموعة الأنشطة التي يختارها الشخص نفسه (المضارب) أو الوسيط المالي وتكون على أساس عقد المضاربة الشرعية، ودائما يتم تحديد ما هو المشروع الذي سوف يتم الاستثمار فيه ومدته وأرباحه وكل ذلك يكون في نشرة الإصدار، بالإضافة إلى طريقة توزيع الأرباح بين المضارب وحملة الصكوك[54]، وصكوك المضاربة تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات المضاربة بعد قفل باب الاكتتاب وبدء عملية الاستثمار وحتى تاريخ تصفية المضاربة.55 أن بداية الصكوك الإسلامية كانت من خلال صكوك المضاربة، وقد سبقت صكوك المضاربة الأنواع الأخرى من الصكوك الإسلامية. وقد طرحت صكوك المضاربة لأول مرة في المملكة الأردنية الهاشمية وذلك في العام 1977م، بتقديم سامي حمود دراسة في هذا الصدد إلى لجنة الفتوى الأردنية لدراستها، وكان الدافع من طرح هذه الصكوك إعمار أراضي الأوقاف التابعة لوزارة الأوقاف والشؤون والمقدسات الإسلامية الأردنية.

وقد بحث مجمع الفقه الإسلامي موضوع صكوك المضاربة في دورته الرابعة المنعقدة في مدينة جدة بالمملكة العربية السعودية، وبعد تداول الموضوع والنظر فيه صدر قراره الذي حمل رقم(30–4/5) ونصه:

بعد الاطلاع على الأبحاث المقدمة في الموضوع قرر ما ينبغي أن تكون عليه طبيعة صكوك المقارضة:56

سندات المقارضة هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض ( المضاربة) بإصدارصكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء

---

[53] المعايير الشرعية، هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية،ص312.

[54] المالقي،عائشة الشرقاوي،البنوك الإسلامية(التجربة بين الفقه والقانون والتطبيق)،المركز الثقافي العربي،الدار البيضاء–المغرب،2000،ص281.

[55] حسان، صكوك الاستثمار،ص7.

[56] مجمع الفقه الإسلامي،مجلة مجمع الفقه الإسلامي، د:8 ،ع:8،ج2، 1415ه – 1994م، ص414–417.

أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول آلية بنسبة ملكية كل منهم فيه ويفضل تسمية هذه الأداة الاستثمارية (صكوك المقارضة).

وحتى تكون سندات المقارضة شرعية بوجه عام لابد أن تتوفر فيها العناصر التالية:

العنصر الأول: يجب أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله ويجب أن تستمر ملكية صك المضاربة طيلة المشروع من بدايته حتى نهايته وتترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعا للمالك في ملكه سواء بالبيع والهبة والرهن والإرث وغيرها مع الملاحظة أن الصكوك تمثل رأس مال المضاربة.

العنصر الثاني: تعبر صكوك المقارضة عقد وأنَّ شروط التعاقد تحددها (نشرة الإصدار) وأنَّ (الايجاب) يعبر عنه بالاكتتاب في هذه الصكوك وأنَّ (القبول) تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة وبالتالي يجب أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعا في عقد القراض (المضاربة) من حيث توزيع الأرباح و بيان معلومة رأس المال مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدارعلى أن تتفق جميع الشروط مع الأحكام الشرعية.

العنصر الثالث: تعتبر صكوك المقارضة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب لأن ذلك مأذونا فيه من المضارب عند نشوء السندات مع مراعاة الضوابط التالية:

أ- إذا كان مال القراض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال ما يزال نقودا فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتنطبق عليه أحكام الصرف.

ب-إذا أصبح مال القراض ديونا، تطبق على تداول صكوك المقارضة أحكام تداول التعامل بالديون.

ج- إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقا للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعيانا ومنافع، إما إذا كان الغالب نقودا أو ديونا فيراعى في التداول الأحكام الشرعية التي ستبينها لائحة تفسيرية توضع وتعرض على المجمع في الدورة القادمة، وفي جميع الأحوال يتعين تسجيل التداول أصوليا في سجلات الجهة المصدرة.

العنصر الرابع: أنَّ الشخص الذي يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع بها هو المضارب أي عامل المضاربة ولا يملك من المشروع إلا بمقدار ما قد يسهم به بشراء بعض الصكوك وبالتالي فهو يعتبر رب مال بما أسهم به بالإضافة إلى أن المضارب

شريك في الربح بعد تحققه بنسبة الحصة المحددة له في نشرة الإصدار وتكون ملكيته في المشروع على هذا الأساس وأنَّ يد المضارب على حصيلة الاكتتاب في الصكوك وعلى موجودات المشروع هي يد أمانة لا يضمن إلا بسبب من أسباب الضمان الشرعية.

مع مراعاة الضوابط السابقة في التداول:

1- يمكن تداول سندات المقارضة في أسواق الأوراق المالية إن وجدت بالضوابط الشرعية وذلك وفقا لظروف العرض والطلب ويخضع لإرادة العاقدين.

2- كذلك يمكن أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان أو إيجاب يوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك من ربح مال المضاربة بسعر معين، والأفضل أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقا لظروف السوق والمركز المالي للمشروع.

3- كما يمكن الإعلان عن الالتزام بالشراء من غير الجهة المصدرة من مالها الخاص.

4- يمنع أن تشتمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص بضمان عامل المضاربة رأس المال أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضمنا بطل شرط الضمان واستحق المضارب ربح مضاربة المثل.

5- كذلك يمنع أن تشتمل نشرة الإصدار ولا صك المقارضة الصادر بناء عليها على نص يلزم بالبيع ولو كان معلقا أو مضافا للمستقبل، وإنما يجوز أن يتضمن صك المقارضة وعدا بالبيع وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلا بعقد بالقيمة المقدرة من الخبراء وبرضا الطرفين.

6- يمنع أن تتضمن نشرة الإصدار ولا الصكوك المصدرة على أساسها نصا يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح فإن وقع كان العقد باطلا. ويترتب على ذلك:

أ- لا يجوز اشتراط مبلغ محدد لحملة الصكوك أو صاحب المشروع في نشرة الإصدار وصكوك المقارضة الصادر بناء عليها.

ب- الربح بمعناه الشرعي هو (محل القسمة) وهو الزائد عن رأس المال وليس الايراد أو الغلة. ويعرف مقدار الربح إما بالتنضيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد وما زاد عن رأس المال عند التنضيض أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة وفقا لشروط العقد.

ج- يجب بيان حساب أرباح وخسائر للمشروع، وأن يكون معلنا وتحت تصرف حملة الصكوك.

7- يملك الربح بالتنضيض أو التقويم ويستحق بالظهور ولا يلزم إلا بالقسمة، وبالنسبة للمشروع الذي يدر إيراداً أو غلة فإنه يجوز أن توزع غلته، وما يوزع على طرفي العقد قبل التنضيض (التصفية) يعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب.

8- يمكن من الناحية الشرعية النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود التنضيض الدوري، وإما من حصصهم في الأيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال.

9- يمكن من الناحية الشرعية النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين على أن يكون التزاما مستقلا عن عقد المضاربة بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرط في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطلان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد.

**ثانيا: صكوك الإجارة:**

تعتبر صكوك الإجارة مهمة للعديد من الباحثين في الصكوك الإسلامية، وذلك لما تتمتع به من خصائص ومميزات جعلتها أداة متميزة ومقبوله لدى الدول ومؤسساتها، وسأذكر بعض تعريفات صكوك الإجارة، ومن ذلك:

- عرفت بأنها: (سندات ذات قيمة متساوية، تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل).57
- وعرفت بأنها (صكوك ذات قيمة متساوية، تمثل ملكية أعيان مؤجرة، أو منافع، أو خدمات، وهي قائمة على أساس عقد الإجارة كما عرفته الشريعة الإسلامية).58
- وعرفت بأنها: (شهادات أو وثائق أو عقود يتم إصدارها باسم المكتتب، مقابل المبلغ الذي اكتتب به في شركة معينة وفقا لقواعد وشروط معينة، وهي بذلك تمثل حصصا شائعة في شركات متخصصة لممارسة نشاط الإجارة، حيث تقوم الجهات المصدرة لصكوك الإجارة بتكوين شركات مالكة لأراض زراعية أو عقارات سكنية أو محلات تجارية ومكاتب للإعمال أو مخازن أو شركات مالكة لمعدات وآلات)59 .

---

[57] مجمع الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي،قرار رقم 137(15/3)بشان صكوك الإجارة،2004م،ع15،ج2،ص309.

[58] قحف،منذر،سندات الإجارة والأعيان المؤجرة،ط1،الناشر: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية،جدة، السعودية،1415ه-1995م،ص37.

[59] السريتي،السيد محمد أحمد،صكوك الإجارة،مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الخامسة عشرة، العدد الخامس عشر،1425ه-2004م،ج2،ص120.

-وعرفت بأنها: (وثائق خطية "شهادات" قابلة للتداول - بيعا وشراءاً- تمثل ملكية منافع أعيان مؤجرة، أو ملكية منافع أعيان موصوفة في الذمة، أو ملكية منافع أعمال معينة، أو ملكية منافع أعمال موصوفة في الذمة)60 .

-وعرفت بأنها: ( وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصا شائعة في منافع، أو خدمات عين معينة، أو موصوفة في الذمة)61 .

وبعد ذكر التعريفات السابقة نجد أن هذه التعريفات ، لا تعتبر جامعه مانعة لصكوك الإجارة، بسبب أنها لم تبين ما إذا كانت الأعيان والمنافع التي تخضع لعملية التصكيك تقتصرعلى الأعين والمنافع الموجودة أم تشتمل الأعيان والمنافع والخدمات الموصوفة في الذمة.

وبداية لم يشمل تعريف مجمع الفقه الإسلامي صكوك الخدمات، ولم يشتمل تعريف كل من الدكتور القرة داغي والدكتور سانو على الأعيان المؤجرة.

أما بالنسبة إلى تعريف الدكتور السريتي، فقد بين فيه تعريف صكوك الإجارة وتعريف عملية التصكيك، حيث بين أن صكوك الإجارة ليست عقودا بذاتها، وإنما هي أثر أو نتيجة لسلسلة من العقود التي تتم في عملية تصكيك الإجارة، ثم وصف صكوك الإجارة بأنها حصص شائعة في الشركات مخصصة لممارسة نشاط الإجارة، وهذا الكلام غير دقيق؛ لأن صكوك الإجارة لا تمثل حصصا شائعة في الشركات التي تمارس النشاط الاستثماري الأيجاري، وإنما تمثل حصصا في محفظة صكوك الإجارة التي تنتج عن تصكيك منافع وأعيان مؤجرة تملكها الشركة، وبالتالي فإذا كانت هناك شركة تمارس النشاط الاستثماري الإيجاري وهي بحاجة إلى السيولة لتوسع مشاريعها الاستثمارية، ولا تريد أن تلجأ إلى أدوات التمويل الأخرى؛ كالقرض مثلا، فإنها تقوم ببيع بعض عقاراتها المؤجرة أو المنافع على المستثمرين؛ عن طريق إصدار صكوك تمثل تلك المنافع أو العقارات المؤجرة، فكل من يشتري صكا من هذه الصكوك التي أصدرتها الشركة لا يملك حصة شائعة في الشركة، وإنما يملك حصة شائعة في المنافع أو العقار المصكك. إضافة لذلك فإن الدكتور السريتي في تعريفه الأصول التي تخضع للتصكيك من الأعيان المؤجرة أو المنافع62.

---

60 سانو،قطب، صكوك الإجارة،مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الخامسة عشرة،العدد الخامس عشر،1425ه-2004م،ص69.

61 القرة داغي،علي محيي الدين،صكوك الإجارة،خصائصها وضوابطها،مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الخامسة عشرة، العدد الخامس عشر،1425ه-2004م،ج2،ص179.

62 نقاسي،محمد ابراهيم،صكوك الإجارة وتطبيقاتها المعاصرة في مصرف البحرين المركزي،مرجع سابق،ص133.

ومما سبق يمكننا أن نخلص إلى تعريف مناسب لصكوك الإجارة بأنها: تعتبر وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان مؤجرة موجودة، أو ملكية منافع أعيان معينة أو موصوفة في الذمة، أو ملكية منافع أعمال (خدمات) معينة أو موصوفة في الذمة.

* وأنواع صكوك الإجارة:

1. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:

تعرف هذه الصكوك بأنها: وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.[63]

وحالة هذا النوع تكون عندما يوجد شخص واحد يملك عقار وهذا الشخص يملك صكا يمثل ملكيته للعقار، وهو مؤجر لطرف أخر هو المستأجر الذي يدفع للمؤجر أجرة العقار بصورة دورية نهاية كل شهر مثلا. ويعتبر صك الإجارة في هذه الحالة صك ملكية عين مؤجرة.

وبالتالي قد يصدر هذا الصك عن إدارة حكومية معينة، أو مالك العقار بنفسه، ويحتوي الصك وصفا للعقار بعينه وأوصافه واسم مالكه وبيانا لشروط إجازته مع إسم المستأجر وسائر المعلومات الإجرائية اللازمة.

ويجوز بيع هذا العقار دون المساس بحقوق المستأجر، وتنقل ملكية الصك بإجراء القيد اللازم في السجل العقاري، أو بكتابة اسم المالك الجديد على الصك نفسه، ويجوز أن يكون صك الإجارة لحامله، كما يجوز أن يقع صك الإجارة لعقار مؤجر، مثل : صك ملكية طائرة أو باخرة أو مجموعة أصول متشابهة كعدد من الطائرات، أو غير متشابهة كمعدات وآلات المصأنع.

وبالتالي فإن صك الإجارة يمثل ملكية أصول حقيقية، وتدر هذه الأصول عائدات، وهي: الأجرة مطروحا منها تكاليف ونفقات الأصول، ويمكن بيع صك الإجارة بثمن يتفق عليه قد يزيد أو ينقص عن ثمن شراء الأصل من قبل المالك المؤجر.[64]

2. صكوك ملكية المنافع:

وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك، ويمكن أن تسمى بـــ "صكوك إجارة المنافع".[65]

---

[63] المعايير الشرعية لهيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية،ص310.
[64] قحف،سندات الإجارة والأعيان المؤجرة،مرجع سابق،ص39-40.
[65] المعايير الشرعية،هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية،ص310.

وحالة هذا النوع تكون عندما يصدر مالك عقار معين ومسمى صكوك إجارة منافع، فتكون هذه الصكوك عبارة عن عقود إجارة يملك حامل الصك بموجبه منافع محددة بدقة بحيث لا تدع مجالا للنزاع والشك في هذه المنافع؛ لأنها تكون محددة وكذلك مدة هذه المنافع محددة في المستقبل، وينتفع بائع الصك بقيمته المدفوعة مسبقا للاستثمار في الأرض سواء أكان مبنىً سكنيا أو محلات تجارية، ويلتزم مقابل ذلك بتسليم العقار لحامل الصك في الموعد المحدد لاستيفاء منافع العقار الذي يمتلكه مصدر الصك، ويجوز لحامل الصك بيعه إلى طرف آخر، فيكون بذلك حامل الصك الأول مؤجرا لما استأجر.[66]

3. صكوك ملكية خدمات:

وتعرف بأنها: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.[67]

وهنا يوجد فرق بين المنافع والخدمات، فالمنافع تتعلق بالأعيان؛ كمنافع عقار أو طائرة، والخدمات تتعلق بالأنسان كالتعليم والرعاية الصحية.

وحالة هذا النوع تكون: أن يصدر مستشفى معين – الأمير حمزة مثلا- صكوكا ملكية للخدمات الصحية. يتضمن الصك طبيعة العلاج الذي يتلقاه من يحمل الصك، ويتم التحديد في الصك الخدمات الصحية التي يمكن أن تغطيها حصيلة الاكتتاب في هذا الصك، وتمثل الخدمة في الرعاية الصحية التي يتلقاها حامل الصك. ونرى أن العين في هذه الحالة موجودة، وهي المستشفى الذي يجب عليه أن يقوم بعمله وأن يكون حامل الصك يعرف المستشفى، ويستفيد المستشفى من هذا الاكتتاب عن طريق تمويل أعماله ومشاريعه الصحية وتقديم أفضل الخدمات، ويجب أن تكون طبيعة هذه الخدمة واضحة بما لا يدع مجالا للنزاعات.

**ثالثا: صكوك المشاركة:**

تم تعريفها، وهي " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع استثماري، أو تطوير مشروع قائم ، أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس صيغة المشاركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار"[68] .

إن صكوك المشاركة تصدر إما لحساب مشروع قائم يرغب في تطويره بحصيلة هذه الصكوك، أو لحساب مشروع جديد يرغب في تدشينه بحصيلة الصكوك على أساس عقد المشاركة

---

[66] قحف،سندات الإجارة والأعيان، مرجع سابق،ص55-56.

[67] المعايير الشرعية، هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية،ص311.

[68] المعايير الشرعية، هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية،ص312.

الشرعية، أو تصدرها مؤسسة مالية وسيطة بالنيابة عنها، ويكون ذلك عن طريق اكتتاب الأشخاص في هذا المشروع بصفتهم شركاء. وتحدد نشرة إصدار صكوك المشاركة دائما رأس مال المشاركة ونوع النشاط وطبيعة المشروع وموضوع المشاركة، وكيفية إدارة المشروع وأرباحه المتوقعة وآلية توزيع هذه الأرباح، أما الخسارة في المشاركة فهي على قدر حصص الشركاء.

أما إذا كانت الصكوك صكوك الوكالة في الاستثمار، فيصدرها فرد أو شركة بقصد استثمار حصيلتها في مشروع معين أو نشاط خاص بصفته وكيلا بأجر مقطوع او نسبة من رأس المال المستثمر. ويقوم بالاكتتاب الموكلون في هذه الصكوك بقصد استثمار الصكوك والحصول على الربح[69]. وتحدد نشرة إصدار صكوك الوكالة في الاستثمار طبيعة النشاط ونوع المشروع الذي تستثمر فيه حصيلة هذه الصكوك ومدة الاستثمار وحدود سلطات وصلاحيات الوكيل والأجرة التي يستحقها. وهي بالتالي قريبة من صكوك المشاركة التي يدير مشروعها احد الشركاء أو شخص خارجي يتقاضى أجرة محدودة.

وصكوك المشاركة في ذاتها أنواع، فمنها الأسهم المعروفة في الأوراق المالية التقليدية، وفيما يلي نوجز أهم أنواع صكوك المشاركة:

1- الأسهم التقليدية: صكوك تثبت حقا في حصة شائعة لشخص في ملكية صافي أصول الشركة، والحق في الحصول على حصة من الربح المتحقق مع مسؤولية محددة بمقدار السهم، ويشترك المساهمون في اتخاذ القرارات الاستثمارية والمالية.[70]

2- صكوك المشاركة في مشروع معين بإدارة مصدرها

ويكون ذلك بأن تطرح جهة معينة، سواء أكانت فردا أو مؤسسة أو شركة، صكوكا بحصص متساوية لمشروع معين تشترك الجهة المصدرة بنسبة معينة من رأس مال المشروع، على أن يكون الجميع شركاء، ويتم إدارة المشروع من الجهة المصدرة للصكوك، ويجوز لحملة الصكوك في الأسهم التقليدية إدارة المشروع ولكن في هذه الحالة لا يشتركون في إداره المشروع.[71]

3- صكوك المشاركة في مشروع معين بإدارة جهة أخرى:[72]

---

[69] حسان، صكوك الاستثمار،مرجع سابق،ص7.
[70] أرشيد،الشامل في المعاملات وعمليات المصارف الإسلامية،دار النفائس، عمان– الأردن،2001م،ص211.
[71] القرة داغي ،بحوث في فقه المعاملات المالية المعاصرة،ط2،م1،دار البشائر،بيروت–لبنان،2006،ص343.
[72] القرة داغي،بحوث في فقه المعاملات المالية المعاصرة،مرجع سابق،ص343.

وهذا النوع هو مثل النوع الأول، لكن إدارة المشروع المشترك بين الجهة المصدرة للصكوك وحملة الصكوك تكون لجهة أخرى بنسبه من الأرباح، وبالتالي فهي تشبه صكوك الوكالة في الاستثمار؛ لأنها توكل الإدارة لجهة أخرى، إلا أنه يوجد اختلاف من حيث المصدر للصكوك، ففي حال الوكالة في الاستثمار فإن المصدر هو الموكل بالاستثمار،أما في هذه الحالة، فإن الموكل يكون مجرد أجير يأخذ أجره من أرباح المشروع.

ومن حيث مدة عمل المشروع يمكن تقسيم صكوك المشاركة إلى ثلاثة أنواع، وهي :

أ. صكوك المشاركة المستمرة: وهي مثل الأسهم، من خلال إقامة مشاريع تكون مطروحة من أجل صكوك المشاركة، وتكون هذه المشاريع مستمرة في العمل والمكتتبون في الصكوك يشاركون الجهة المصدرة للصكوك طوال عمر المشروع غير المحدد،ويصدق ذلك على إصدار جهة ما صكوك مشاركة لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في إنشاء مصنع لمواد البناء، وهكذا منشات تكون مستمرة في العمل غالبا.

ب. صكوك المشاركة المؤقتة: تمثل الصكوك مشروعا يكون محددا بمدة زمنية معينة، ويمكن استرداد القيمة لهذه الصكوك بأحد أسلوبين:

- بالتدرج: وذلك عن طريق حصول حملة الصكوك على أجزاء من القيمة الإسمية للصكوك في فترات توزيع الأرباح، حتى يستردوا القيمة الإسمية للصكوك بالإضافة إلى الأرباح، وبذلك يكون الصك قد أطفا.
- بتعيين زمن محدد: وهو أن يحصل حملة الصكوك على القيمة الإسمية للصكوك في تاريخ محدد يصفى فيه المشروع وتوزع عائدات التصفية على حملة الصكوك، وبذلك ينتهي المشروع.

ج- صكوك المشاركة المنتهية بالتمليك: وهذا النوع من الصكوك يشبه النوع الثاني، إلا أن المشروع في هذا النوع ينتهي بتمليكه لحملة الصكوك.[73]

**رابعا:صكوك المرابحة:**

وتعرف المعايير الشرعية صكوك المرابحة بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك".[74]

إن أساس هذه الصكوك هي المؤسسة الوسطية التي تقوم باستخدام حصيلة الاكتتاب فيها عن طريق شراء سلعة مرابحة ثم ببيعها في الأسواق، والعائد على الصكوك يتمثل في الفارق بين

---

[73] القرة داغي،بحوث في فقه المعاملات المالية المعاصرة،ص345 وما بعدها.

[74] المعايير الشرعية،هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية،ص311.

سعر شراء السلعة وبيعها في الأسواق، فقد يربح حملة الصكوك إذا كان الفارق موجبا، ويخسرون في حال كون العائد سالبا.

وقد كانت بداية فكرة صكوك المرابحة لأول مرة عن طريق الدكتور سامي حمود وذلك في ندوة البركة الثانية التي عقدت في تونس عام1984، حيث قال: "وقد كان بيع المرابحة من أبرز الأمثلة المختارة لبيع الحصص الاستثمارية؛ باعتبار أن بيع المرابحة بعد أن يتم يمكن فيه تماما معرفة الربح، وموعد تحققه، ونسبة ما يستحق من الزمن، وما يتبقى لما هو باق من الأيام، وإذا كانت الديون بحد ذاتها لا تباع إلا مثلا بمثل، فإن هذه الديون إذا كانت جزء من موجودات مختلطة مع النقود والأعيان فإنها تصبح قابلة للبيع".[75]

وقد كانت الفكرة إنشاء شركة لحساب بنك البركة الإسلامي في البحرين تكون متخصصة في تمويل المرابحة وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مقدما على أساس محسوب تبعا للعمليات المنفذة والأرباح المستحقة في بيوع المرابحة القادمة؛ وذلك باعتبار أن السهم في الشركة التابعة يمثل جزء شائعا في موجودات الشركة بكاملها.

**خامسا: صكوك السلم:**

عرفت المعايير الشرعية صكوك السلم، بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها، لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك".[76]

إن أساس صكوك السلم هو البائع لبضاعة السلم، أو المؤسسة المالية التي تنوب عنه، لقبض ثمن السلم عند التعاقد من حصيلتها، ويكتتب فيها المشترون لبضاعة السلم بقصد بيع هذه البضاعة بعد قبضها بثمن أعلى وتوزيع الثمن بينهم، أو بيع البضاعة بسلم مواز[77] من جنس بضاعة السلم ونفس مواصفاتها قبل قبض بضاعة السلم بثمن أعلى وقبض الثمن من المشتري عند التعاقد وتوزيعه على مالكي صكوك السلم، ثم تسليمه بضاعة السلم بعد قبضها أو تحصيل بضاعة أخرى من السوق وتسليمها له، وتمثل صكوك السلم – بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك فيما أصدرت له– ملكية حصة شائعة في بضاعة السلم.

وتفيد صكوك السلم الدول النفطية أو التي لديها ثروات حيوانية أو مواد خام، بأن تصدر صكوك سلم لما تنتجه من ثروات كالنفط مثلا:

---

[75] حمود،سامي،تطبيقات بيوع المرابحة للأمر بالشراء من الاستثمار البسيط إلى بناء سوق رأس المال الإسلامي، بحث مقدم إلى ندوة خطة إستراتيجية الاستثمار في البنوك الإسلامية،عمان،1407ه.

[76] المعايير الشرعية،لهيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية،ص311.

[77] السلم الموازي: هو إن يعقد المسلم إليه إن يعقد سلما مستقلا مع طرف ثالث للحصول على سلعة مواصفاتها مطابقة للسلعة المتعاقد على تسليمها في السلم الأول ليتمكن من الوفاء بالتزامه.ويكون البائع في هذه الحالة في السلم الأول مشتريا في السلم الثاني،وهو جائز.من منقول من المرجع السابق ،ص172.

هو أن تقوم الدولة بطرح صكوك السلم عن الكمية من النفط التي سوف تستخرجها في الشهر المقبل، عند إذٍ يقوم الإفراد أو المؤسسات المالية بشراء تلك الصكوك النفطية وبسعر يتم الاتفاق عليه. ولاشك أن هذا السعر سيأخذ في الاعتبار القيمة السوقية المتوقعة عند التسليم مع هامش ربح متوقع لصاحب الصك.

تكون قيمة الصك خمسين ألف دولار مثلا لكمية معينة من النفط تذكر في الصك.

ثم تقوم الدولة بتوفير الكمية المتفق عليها من النفط عند تاريخ استحقاق صكوك السلم النفطية، وتبيعها الجهة الموكلة من قبل حملة الصكوك (وزارة من وزارات الدولة المعنية مثلا) بصفتها وكيلة عن حملة الصكوك في السوق العالمية وتوزيع قيمة المبيع على حملة الصكوك نسبة وتناسبا وقد تكون النتيجة ربحا أو خسارة.[78]

**سادسا: صكوك الاستصناع:**

تعرف صكوك الاستصناع، بأنها: "وثائق متساوية يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك".[79]

فأساس هذه الصكوك، هو المشتري لعين يلتزم البائع بتصنيعها بمواد من عنده، أو المؤسسة المالية التي تنوب عنه لاستخدام حصيلتها في تصنيع هذه العين، وذلك من اجل الاستفادة من الفرق بين تكلفة العين وثمن بيعها باعتباره ربحا لمالكي الصكوك. وتستخدم حصيلة الصكوك في دفع ثمن تصنيع العين في استصناع مواز بتكلفة أقل والاستفادة من فرق بين الثمنين باعتباره ربحا لمالكي الصكوك، ويوزع ثمن العين المصنعة على حملة صكوك الاستصناع بعد قبضه، وقد توزع أقساط الثمن عند قبضها.[80]

وقد يتم دفع حصيلة الصكوك إلى الصانع دفعة واحدة أو أقساط بحسب مراحل تصنيع السلعة وكذلك حسب رأي خبير بهذه الصنعة يوضح مراحلها.

**سابعا:صكوك المساقاة:**

تعرف صكوك المساقاة بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والانفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد".[81]

أساس هذه الصكوك هم مالكو المزارع المزروعة بأشجار ذات أصول ثابتة :

---

[78] الشايجي،صكوك الاستثمار الشرعية،مرجع سابق،ص11.
[79] المعايير الشرعية،هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية،ص311.
[80] حسان،صكوك الاستثمار،مرجع سابق،ص6.
[81] المعايير الشرعية،هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية،ص312.

نخل و زيتون وعنب، لاستخدام حصيلتها في الصرف على الزراعة ورعايتها وتعهدها بالري وتهيئة شبكات المياه والصرف والتسميد والتقليم ومعالجة الآفات الزراعية، ثم جني المحصول وبيعه أو تخزينه وتسويقه وغير ذلك.

المكتتبون في هذه الصكوك يقومون بدور المساقي.وتقوم صكوك المساقاة بتمويل الأنشطة السابقة، ويستحق حاملوها الحصة المتفق عليها من المحصول. وتعتبر صكوك المساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وبدء الاستثمار واستخدام حصيلتها حصة شائعة في موجودات المساقاة من الآلات والمعدات اللازمة لرعاية المزرعة والمدخلات الزراعية كالسماد والمبيدات، وكذلك ما تنتجه المزرعة من محاصيل منذ ظهورها حتى جنيها[82] .

**ثامنا: صكوك المغارسة:**

عرفت المعايير الشرعية صكوك المغارسة بأنه: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من إعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس".[83]

أساس هذه الصكوك هو مالك الأرض، سواءاً أكان حكومة أو شركة أو فردا، لاستخدام حصيلتها في تسوية الأرض وإعدادها لزراعة الأشجار، وشراء الشتلات ثم غرس هذه الأرض بأشجار تدر ثمارا على أساس عقد المغارسة الشرعية واقتسام المساحات المغروسة بينه وبين المكتتبين في صكوك المغارسة حسب الاتفاق. ويعد المكتتبون في هذه الصكوك مغارسين يستحقون حصة في الأرض المغروسة بالشجر بعد إثماره حسب الاتفاق، ودائما نشرة إصدار الصكوك تحدد مساحة الأرض وأوصافها ونوعية التربة والأشجار المطلوب غرسها، ومدة المغارسة والعوائد المتوقعة منها، وطريقة تقسيم المساحات المزروعة أو حصيلة المزرعة من ثمار.

ويعتبر صك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وبدء عملية الاستثمار في إعداد الأرض وغرس الأشجار حصة شائعة في موجودات المغارسة، وهي أعيان تتمثل في معدات التسوية وآلات الحفر وشبكات الري والصرف والشتلات نفسها، فالصك يمثل حصة في ملكية المشروع بكل عناصره وأجزاءه.

---

[82] حسان، صكوك الاستثمار،مرجع سابق،ص9.
[83] المعايير الشرعية، هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية،ص312.

**تاسعا: صكوك المزارعة:**

تعرف صكوك المزارعة بأنها: " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد"[84].

فأساس صكوك المزارعة هو مالك أرض يرغب في تمويل زراعتها على أساس عقد المزارعة، واقتسام المحصول بين مالك الأرض ومن يقوم بزراعتها بأمواله حسب الاتفاق، ويعد المكتتبون في هذه الصكوك المزارعين لهذه الأرض بأموالهم ومن ذلك الشركات المتخصصة في زراعة الأراضي.

ودائما نشرة إصدار صكوك المزارعة تحدد نوع ومواصفات ومساحة الأرض ونوع المحاصيل المطلوب زراعتها، وتكلفة الزراعة من آلات ومعدات وبذور وسماد وأجور المهندسين والعمال والمحصول المتوقع لهذه الأرض وطريقة تقسيمه بين مالك الأرض والمزارع ومدة المزارعة.

وتعتبر الصكوك بعد قفل باب الاكتتاب وبداية الاستثمار والصرف على المحاصيل، حصصا شائعة في موجودات المزارعة والمحاصيل منذ خروجها وحتى بدء أصلاحها وجنيها وقسمتها أو بيعها وقسمة ثمنها بين مالك الأرض وحملة صكوك المزارعة، لتكون عائدات هذه الصكوك الاستثمار.[85]

**هل الصكوك الإسلامية لها تطبيق في الحياة العملية اوما هي اهم الصكوك الإسلامية؟**

إن مصدر قانون صكوك التمويل الاسلامي هو قانون سندات المقارضة رقم10 لسنة1981 وبالتالي الصك الذي كان يتم تداوله في الحياه العملية آنذاك هو سندات المقارضة أو المعروف حاليا بصكوك المضاربة، وقد طرحت سندات المقارضة لإعمار أراضي الاوقاف التابعة لوزارة الاوقاف والشؤون والمقدسات الإسلامية الأردنية، ولكن بعد صدور قانون صكوك التمويل الاسلامي رقم30 لسنة 2012 فسوف يتم تداول الصكوك التالية في سوق عمان المالي وقد ذكرت في المادة (8) من القانون السابق وهي: الاجارة، المضاربة أو المقارضة، المرابحة، المشاركة، السلم، الاستصناع، بيع حق المنفعة وأي عقد آخر تجيزه الهيئة، وهذه الصكوك التي تم ذكرها لم يتم تداولها في سوق عمان المالي لحد الأن، لكن يوم الثلاثاء الموافق 2013/1/22 تم إصدار صكوك إيداع صندوق الحج للمواطنين الراغبين بالمشاركة في الصندوق من خلال البنك الإسلامي الأردني، وتقوم هذه الصكوك على إتاحة الفرصة للراغبين بأداء فريضة الحج للاشتراك في صندوق الحج وتحقيق رغبتهم في تأدية هذه الفريضة ويتم الاشتراك في صكوك الحج بالاكتتاب في البنك الإسلامي الأردني، علما بأن فئات الادخار من فئة عشرة دنأنير أو مضاعفاتها وبفئات الصكوك (10دنانير، 50 دينار، 100دينار، 500دينار، 1000دينار).

---

[84] المعايير الشرعية،هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية،ص312.

[85] حسان،صكوك الاستثمار،مرجع سابق،ص8.

ومن أهم الصكوك الإسلامية صكوك المشاركة، لأنها تساهم في بناء المشاريع الاستثمارية أو تطويرها، وهذا يساعد على استقطاب رؤوس أموال المستثمرين الذين لا يملكون كامل قيمة المشروع، فافضل وسيلة لديهم هي بأن يقوم بطرح صكوك بنسبة معينة من قيمة المشروع، ويحصل المبلغ الذي يريده، وعندما يشاهد المستثمرون هذا الامر فإنهم سوف يتشجعون في الاستثمار حيث أنهم في حالة نقصان مبلغ معين يقومون بطرح صكوك بقيمة ما يريدون من أموال، وهذا كله يؤدي إلى زيادة المستثمرين ويدفع عجلة اقتصاد الدولة إلى الإزدهار والتقدم.

وكذلك تعتبر صكوك المساقاة والمغارسة والمزارعة من الصكوك المهمة لأنها تساعد الدول التي تتمتع بمساحات زراعية شاسعة ومياه عذبه متوفرة (مثل السودان) من إصدار هذه الصكوك، واستغلال المساحات الزراعية الشاسعة.

وقد يمكن القول أن هذه هي أهم أنواع الصكوك الاستثمارية الإسلامية، ويمكن للدول الإسلامية وغيرها إصدار هذه الصكوك لتمويل مشروعاتها الهادفة إلى تحقيق أرباح مادية وأهداف اجتماعية، تساعد على نهضة المجتمع ككل.

**خصائص الصكوك الإسلامية:**

تتشابه الصكوك الاستثمارية الإسلامية مع الأوراق المالية التقليدية في مجموعة من الخصائص، وتختلف عنها في عدد من الخصائص، وأهم الخصائص العامة التي تتميز بها الصكوك:

1. الصكوك تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات:

أي أن الشخص الذي يحمل صكوك إسلامية يتملك حصة شائعة في موجودات ذات عائدات، ولا تمثل دينا في ذمة مصدرها، وهذه الموجودات قد تكون أعيانا أو منافع أعيان أو خدمات، وقد تكون نقودا، أو ديونا في ذمة الغير في بعض مراحل استثمار المال الذي يمثل الصك فيه حصة شائعة، كما قد تكون مشروعا استثماريا يشمل خليطا من ذلك كله[86]. إن هذه الخاصية السابقة تؤدي إلى تمييز السند عن الصكوك الإسلامية، حيث أن السند يمثل دينا في ذمة المصدر مقابل فوائد محددة سلفا يستحقها حامله، مما يعني أن العائد على الصك صار مشروعا لما يمثله الصك من أعيان ومنافع، وعلى هذا الأساس يتحمل حامل الصك كافة المخاطر التي قد تلحق بهذه الأصول، بخلاف السندات التي يملك حاملها حقوق الورقة المالية فقط دون استحقاق ثابت في

---

[86] حسان، صكوك الاستثمار ،مرجع سابق،ص6.

أصل الموجودات ويستحق بذلك نسبة محددة دون أن يتحمل شيئا من التبعات[87]. وتتفق الأسهم مع الصكوك الاستثمارية الإسلامية في هذه الخاصية.

2. الصكوك تصدر بفئات متساوية:

تصدر الصكوك الإسلامية بفئات متساوية القيمة؛ وسبب ذلك أنها تمثل حصصا متساوية في ملكية المشروع، تيسيرا لشراء هذه الحصص وتداولها، ويشبه الصك الاستثماري الإسلامي في ذلك السهم الذي يصدر بفئات متساوية ويمثل حصة شائعة في أصول الشركة المساهمة، كما أنه يتشابه في ذلك مع السندات التي تمثل ديونا في ذمة مصدرها، وتصدر بفئات متساوية.[88]

3. استحقاق الربح وتحمل الخسارة:

وذلك أن الأشخاص الذين يقومون بشراء الصكوك الإسلامية يعرفون أن هذه الصكوك تقوم على مبدأ أساسي وهو أنَّ كافة المشاركات في القواعد المالية الإسلامية من تحمل الخسارة في مقابل استحقاق الربح، وهو مبدأ" الغنم بالغرم"، ويعني ذلك أن حامل الصك يجب عليه أن يتحمل أعباء ملكيته للموجودات المتمثلة في الصك، سواء أكانت الأعباء مصاريف استثمارية أو هبوط في القيم[89]، وفي ذلك فالصك الاستثماري يشبه السهم.

4. صدور الصكوك الاستثمارية على أساس صيغ التمويل الإسلامية:

وهذه من أهم الخصائص الموجودة في الصكوك الإسلامية التي تدفع الأشخاص للقيام بشراء الصكوك والابتعاد عن الأسهم والسندات التي تعبر من الأوراق المالية التقليدية، سواء أكانت الأسهم التي تصدر بصيغة واحدة هي المشاركة أو السندات.

فالصكوك يمكن أن تصدر بكافة صيغ التمويل الإسلامية كالمضاربة والإجارة والمزارعة، وعندئذ يسمى الصك بالصيغة التي يصدر بها، وتحكمه ضوابط وأحكام تلك الصيغة، وتخضع صكوك الإجارة لأحكام وضوابط عقد الإجارة الشرعية، وصكوك المضاربة تحكمها أحكام وضوابط صيغة المضاربة. وقس على ذلك ما سواها من صكوك استثمارية إسلامية.

5. قابلية الصكوك الاستثمارية للتداول:

---

[87] دوابه،اشرف محمد،الصكوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق،ط1،دار السلام،القاهرة– الاسكندرية،مصر،2009،ص59.

[88] حسان،مرجع سابق،ص6.

[89] أبو غدة،عبد الستار،مخاطر الصكوك الإسلامية،بحث مقدم إلى ندوة"إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية"،الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية،1425ه–2004م،عمان– الأردن،ص60.

يتم تداول الصكوك الإسلامية بالبيع والرهن والهبة، وهي تتشابه في ذلك مع الأوراق المالية التقليدية، ولهذا تعتبر الصكوك ناجحة في الأسواق المالية. ويمكن تداولها بكل الوسائل المشروعة سواء أكان بالمناولة أو بالوسائل الالكترونية.

6. ضبط الإصدار والتداول بضوابط شرعية :

يجب أن يتم إصدار وتداول الصكوك الإسلامية وفق أحكام الشريعة الإسلامية الحنيفة وأن تدور في إطارها، سواء تعلق الأمر بمنع العملية أصالة كحرمة تعطي الربا قطعا أم لسبب ذاتي، مثل: حرمة التعامل مع الصكوك التي تمثل أصولا محرمة. فالصكوك الاستثمارية في ذاتها يجوز التعامل معها، ولكن كونها تمثل أصولا محرمة جعلها يحرم التعامل معها إصدار وتداولا.

وبالتالي يجب الالتزام بشروط الإصدار والتداول بحسب طبيعة الموجودات، وتحدد العلاقة بين المصدرين من جهة والمصدرين والمشترين من جهة أخرى.[90] ولهذا تعتبر الصكوك الاستثمارية متميزة عن الأوراق المالية التقليدية (الأسهم والسندات)؛ وذلك لأن الصكوك الإسلامية تطبق الشريعة الإسلامية.

7. يعتبر الصك وثيقة بالحق ودليل عليه، وبالتالي هي ورقة مالية تثبت أن حامل الصك صاحب الحق، وبالتالي يمكن حيازة والقبض والتداول الصكوك.[91]

8. عدم قبول التجزئة: حيث لا يجوز تجزئة الصك لأكثر من شخص وفي حال أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه، فإنه لا بد من الإتفاق على أن يمثلهم أمام الشركة شخص واحد [92].

وعلى كل لم يتم تجربة ذلك في الأردن سواء سندات المقارضة أو المضاربة في إعمار أراضي وزارة الاوقاف والشؤون والمقدسات الإسلامية الأردنية بموجب قانون سندات المقارضة لعام 1981 ثم بعد ذلك حل محله قانون صكوك التمويل الاسلامي الأردني رقم30 لسنة2012 وقد تم ذكر أنواع صكوك التمويل الاسلامي التي سوف يتم تداولها في سوق عمان المالي ولكن لحد الآن لم يتم تداول هذه الصكوك في سوق عمان المالي، ولكن قد أصدر البنك الاسلامي الأردني صكوك إيداع صندوق الحج بتاريخ 2013/1/22، ولكن في الوقت القريب سوف يتم التداول الفعلي لأنواع صكوك التمويل الاسلامي في سوق عمان المالي.

---

[90] حسان،صكوك الاستثمار، مرجع سابق،ص23.

[91] الشريف،محمد عبد الغفار،صكوك المشاركة، حكمها الشرعي وترتيباتها الإدارية والقانونية،مجمع الفقه الإسلامي،عمان،الدورة السابعة عشرة،ص4.

[92] القرة داغي ، علي محيي الدين، بحوث في فقه البنوك الإسلامية،ط1،م1،دار البشائر،بيروت،1428ه-2007م،ص339.

## الفصل الثاني: أحكام الأسهم والسندات والصكوك الإسلامية:

سوف يتم في هذ الفصل التطرق إلى أحكام الأسهم والسندات والصكوك الإسلامية بشكل خاص ،وسوف يتم ذلك في ثلاث مباحث، فالمبحث الاول يتطرق إلى طريقة التداول وآلية خطوات الإصدار وأطراف عملية الاصدار، أما المبحث الثاني فيتطرق إلى المشاركة في إدارة الشركة ومدى ثبات الاسعار والتصنيف الائتماني، أما المبحث الثالث فيتطرق إلى توزيع الأرباح.

### المبحث الأول: طريقة التداول وآلية خطوات الإصدار وأطراف عملية الإصدار:

تم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين ففي المطلب الاول تم التطرق إلى طريقة التداول وآلية خطوات الاصدار وأطراف عملية الاصدار للصكوك الإسلامية أما في المطلب الثاني فتم التطرق إلى طريقة التداول وآلية خطوات الاصدار واطراف عمليه الاصدار للأسهم والسندات.

#### المطلب الاول : طريقه التداول وآلية خطوات الاصدار وأطراف عمليه الاصدار للصكوك الإسلامية:

#### أولا:أطراف عملية إصدار الصكوك الإسلامية:

يتولى إصدار صكوك التمويل الإسلامي في الأردن بموجب قانون صكوك التمويل الإسلامي لسنة 2012 المادة 11: " مع مراعاة أحكام المادة (8) من هذا القانون، يجوز للجهات التالية إصدار صكوك التمويل الإسلامي مباشرة أو من خلال الشركة ذات الغرض الخاص التي تنشا لهذه الغاية:

أ- الحكومة.

ب-المؤسسات الرسمية العامة والمؤسسات العامة بعد اخذ موافقة مجلس الوزراء.

ج- البنوك الإسلامية.

د- الشركات التي تقدم خدمات التمويل الإسلامي.

هـ- الشركات والمؤسسات التي تحصل على موافقة المجلس.

وكذلك المادة 3 وهي:"

أ- لغايات هذا القانون يعين في مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية أربعة مفوضين غير متفرغين من الخبراء الإقتصاديين والماليين في الإقتصاد الإسلامي مع تحديد مكافآتهم بقرار من مجلس الوزراء بناء على تنسيب مجلس الإفتاء لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد.

ب-على مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية عند النظر في الأمور المتعلقة بصكوك التمويل الإسلامي دعوة الأعضاء المنصوص عليهم في الفقرة (أ) من هذه المادة.

ج- يكون اجتماع مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية لغأيات الفقرة(ب) من هذه المادة قانونيا بتوافر النصاب القانوني لأعضائه المتفرغين وحضور ثلاثة من المفوضين غير المتفرغين على الأقل ويتخذ القرار بأكثرية الحاضرين على أن يكون من بينهم اثنان على الأقل من المفوضين غير المتفرغين.

د- يتولى المجلس المهام والصلاحيات التالية:

1- رسم السياسة العامة لإصدار صكوك التمويل الإسلامي وتقييم إصدارتها ومتابعتها.

2- إعداد المتطلبات الواجب تضمينها في كل نشرة إصدار بحسب خصوصية صيغ صكوك التمويل الإسلامي والنماذج اللازمة لذلك.

3- الموافقة على نشرة الإصدار.

4- التأكد من الالتزام بالقرارات الصادرة عن الهيئة.

5- التأكد من تضمين نشرة الإصدار أراء الهيئة أو ملاحظتها.

6- إعداد الأنظمة اللازمة لتنفيذ أحكام هذا القانون ورفعها إلى مجلس الوزراء.

وكذلك أكدت الفقرة ج من المادة8 "يشترط لإصدار صكوك التمويل الإسلامي موافقة المجلس بعد إجازة الهيئة ". والمقصود بالمجلس حسب المادة 2 "مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية المشكل بمقتضى أحكام قانون الأوراق المالية".

أما الهيئة فهي "هيئة الرقابية الشرعية المركزية المشكلة بمقتضى أحكام هذا القانون"، وحددته المادة 4، 5، 6 من القانون السابق.

وكذلك أجاز القانون للجهة مصدرة الصكوك إنشاء شركة ذات غرض خاص، وتتولى كذلك إصدار صكوك التمويل الإسلامي.[93]

- مصدر الصك: هو الشخص الذي يستخدم حصيلة الاكتتاب بصيغة شرعية، سواء كان من القطاع العام، أو الخيري، أو القطاع الخاص؛ كالبنوك والشركات المساهمة.

وقد يكون هذا الإصدار لحساب المصدر، أو قد يكون المصدر وكيلا عن أطراف عملية التصكيك أو منظما أو مديرا لعملية الإصدار مقابل اجر أو عمولة معينة.[94]

---

[93] المادة 10 من قانون صكوك التمويل الإسلامي"ا- يجوز بمقتضى هذا القانون للجهة الراغبة في إصدار صكوك التمويل الإسلامي إنشاء شركة ذات غرض خاص تقوم بتملك الموجودات أو المنافع أو الحقوق التي تصدر مقابلها صكوك التمويل الإسلامي
د-تتولى الشركة ذات الغرض الخاص بحسب نشرة الإصدار ما يلي:
1-تملك المشروع لغايات التصكيك وإصدار صكوك التمويل الإسلامي".

أ-القطاع الخاص: وهنا تكون صكوك الاستثمار لعدة أغراض، أهمها الجوأنب الإقتصادية الاستثمارية والإدخارية، كذلك من أجل رفع الحرج عن المسلمين، وإيجاد البدائل المشروعة للآليات والصيغ المحرمة، كذلك فإنه يؤدي إلى خدمة الإقتصاد الإسلامي، وتطويره ، وإقناع الناس بصلاحية هذه الشريعة الإسلامية الحنيفة لكل زمان ومكان.

ب- القطاع العام: وهدف إصدار هذه الصكوك في القطاع العام من أجل البنية التحتية في الدولة، وإقامة المشروعات الخدمية للمجتمع ككل، وتساعد على التنمية الاجتماعية والإقتصادية والصناعية ومن الأمثلة على القطاع العام الدولة، أو البنك المركزي، أو البنوك الحكومية، أو إحدى الوزارات أو نحوها، ولا يوجد أي اختلاف بين الصك الذي تصدره الدوله ومؤسسات القطاع الخاص من الناحية الشرعية وغيرها، باستثناء ما يخص المصدر وبعض الإغراض التي تتوخاها الدولة باعتبارها المسئولة عن الجوانب الإقتصادية والمشاريع الخدمية ونحوها، وإلا فما هو حرام على الفرد حرام على الدولة.

ج- القطاع الخيري: كذلك يمكن للقطاع الخيري أن يصدر صكوك استثمارية تعمل على تحقيق أهدافه ومن الأمثلة على القطاع الخيري مؤسسات الوقف، والجمعيات الخيرية.[95]

- حملة الصكوك: هم الأشخاص الذين يملكون وثائق الصكوك بأنواعها المختلفة، التي تمثل الموجودات، سواء كانت هذه الموجودات أعيانا أو منافع أو خدمات، أو خليطا من بعضها أو كلها.
- مدير الصكوك: هو الشخص الذي يقوم بتولي إدارة الموجودات المملوكة لحملة الصكوك نيابة عنهم، وهي في الغالب شركة ذات غرض خاص (spv)، تقوم بعملية الإصدار، وتقوم باتخاذ جميع الإجراءات التي تتطلبها عملية التصكيك، مقابل أجر معين أو عمولة معينه تحددها نشرة الإصدار، وتكون العلاقة بينها وبين حملة الصكوك قائمة على أساس الوكالة بأجر.[96]
- أمين الاستثمار: هو الذي يقوم بحماية حملة الصكوك وهي تعتبر مؤسسة مالية وتقوم بالإشراف على مدير الصكوك، وتحتفظ بالوثائق والضمانات، وذلك على أساس عقد الوكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار.[97]

---

[94] القرة داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية،مرجع سابق،ص408 ،و عجيل جاسم النشمي، التو ريق و التصكيك وتطبيقاتها، الشارقة، مجمع الفقه الإسلامي،الدورة التاسعة عشرة،1430ه -2009م، ص806.
[95] القرة داغي،المرجع السابق،ص408.
[96] محيسن،فؤاد محمد،نحو نموذج تطبيقي إسلامي لتوريق الموجودات،رسالة دكتوراه غير منشورة،الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية،عمان- الأردن،2006م،ص36.
[97] النشمي،التوريق والتصكيك وتطبيقاتها،ص7.

- وكالات التصنيف العالمية: تقوم هذه الوكالات بدور أساسي في تصنيف الإصدارات المالية التي تطرح في أسواق رأس المال، وتحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة، وأهم هذه الوكالات: Fitch، moody's، poor،standard ، كذلك توجد في الوقت الحالي وكالات تصنيف إسلامية تقدم إلى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية، مثل: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف lira، ومقرها البحرين، وكذلك الوكالة الماليزية للتصنيف ram.[98]

ومن الملاحظ هنا، أن التصنيف في الوقت الحالي لا يشمل جميع إصدارات الصكوك، لأن تصنيف الصكوك ليس بالبساطة التي تظهر في السندات؛ إذ أن تصنيفها يعتمد على عدة عناصر ولا يختص بالمخاطر الائتمانية فحسب، ومن أهم تلك العناصر صيغة العقد القائم بين مصدر الصكوك وحملة تلك الصكوك، لأن المخاطر التي يواجهها حملة الصكوك مستمدة من طبيعة ذلك العقد.

وبالتالي فإن التصنيف يكاد يكون فقط في صكوك الإجارة والمرابحة، أما الصكوك الأخرى، كصكوك المضاربة والمشاركة، فالأمر أكثر تعقيدا حتى أنه لا يكاد يوجد لها تصنيف في الوقت الحاضر.99

## ثانيا: آلية وخطوات إصدار الصكوك:

وقد نصت المادة 14 من قانون صكوك التمويل الإسلامي على ما يلي "

أ- تنظم عملية إصدار صكوك التمويل الإسلامي وتسجيلها وطرحها والإكتتاب بها وتغطيتها وإدراجها وتداولها وأي أمور تتعلق بالتعامل بها بموجب تعليمات تصدر عن المجلس أو بموافقته.

ب-تقوم الجهة المصدرة بطرح صكوك التمويل الإسلامي بموجب نشرة الإصدار.

ج- تتحمل الجهة المصدرة لصكوك التمويل الإسلامي مسؤولية صحة المعلومات الواردة في نشرة الإصدار ودقتها وشموليتها وأي بيانات أخرى يتم الإفصاح عنها.

د- تصدر صكوك التمويل الإسلامي بالدينار الأردني أو بأي عملة من العملات الأجنبية وذلك مع مراعاة أحكام التشريعات النافذة.

هـ- يجب أن تتضمن نشرة الإصدار ما يلي حدا أدنى:

1- القيمة الإسمية للإصدار.

---

[98] النشمي،المرجع السابق،ص7.

[99] القري،محمد علي، الصكوك الإسلامية(التوريق)وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها،مجمع الفقه الإسلامي، الشارقة–الإمارات،الدورة التاسعة عشرة،1430ه–2009م،ص9.

2- النص على الإلتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها.

3- الإشارة إلى وجود قرار صادر عن الهيئة يعتمد آلية الإصدار ومراقبة تنفيذه طيلة مدة الإصدار.

4- مشاركة مالك صك التمويل الإسلامي في الغنم والغرم بحسب نوع الصك وصيغته.

5- بيان الجدوى الإقتصادية أو الاجتماعية أو الدوافع أو المصلحة من إنشاء المشروع أو تطويره.

6- تحديد مدة السماح اللازمة لتنفيذ المشروع.

7- نسب توزيع العوائد المتوقعة من المشروع.

8- مواعيد الطرح للاكتتاب وإقفاله ومواعيد دفع الأرباح وإطفاء صكوك التمويل الإسلامي.

9- تحديد المدة الزمنية التي بإنقضائها يتعين إعادة الأموال لمالكي صكوك التمويل الإسلامي في حال عدم اكتمال الإصدار لعدم التغطية أو لأي سبب أخر.

10-فئات صكوك التمويل الإسلامي ومدى قابليتها للتجزئة.

11- أسماء مديري الإصدار ووكلاء البيع إن وجدوا.

12- الأسباب التي تستوجب الإطفاء المبكر ومعالجة التعثر في حالة وقوعه وكيفية تسوية حقوق مالكي صكوك التمويل الإسلامي وتحديد آلية تسوية النزاعات.

13- أي متطلبات أخرى يرى المجلس إضافتها.

يمر إصدار الصكوك الإسلامية بعدة مراحل، قد تشمل جميعها أو يتخلف بعضها، وقد يتقدم بعضها على بعض بحسب ترتيبات كل جهة، والمراحل الرئيسية هي:

المرحلة الأولى: تحديد الهدف من إصدار الصكوك:

يعتبر الهدف من الإصدار أمر متعارف عليه في كل عملية استثمارية، ومن ذلك عملية إصدار الصكوك، حيث يجب بيان الهدف من إصدارها لجميع الأطراف المشتركة في هذه العملية، فبالنسبة لمصدر الصكوك، قد يكون الهدف من إصدار الصكوك، الحصول على تمويل قصير الأجل؛ لتمويل رأس المال العامل، أو لتوسيع خطوط الإنتاج، أو تقديم خدمات أو منتجات جديدة، وما يتطلبه ذلك من توفير تمويل إضافي لتمويل الاحتياجات الرأسمالية والتشغيلية الجديدة.

وبالتالي لا بد للجهة المصدرة للصكوك من الموازنة بين مزايا التمويل عن طريق الصكوك أو عن طريق وسائل التمويل الأخرى، من حيث الأرباح المتحققة وما يكتنف العملية من مخاطر...الخ.[100]

---

[100] جريدة القبس،الكويت،العدد:12580،البت 3 جمادى الآخرة 1429ه-7 يونيو 2008م،ص37.

المرحلة الثانية: تحديد نوع الأصول المراد تصكيكها:

بعد أن يتم اتخاذ قرار إصدار الصكوك، يجب أن يتم تحديد نوع وحجم الأصول المراد تصكيكها، التي تعمل على توفر السيولة المطلوبة بتكلفة اقل، وقد تكون هذه الأصول عينية أو خدمات أو منافع، ثم يتم فرزها وإثبات ذلك في وثائق جرد، يحصل معها تعيين هذه الأصول واستقلالها عن بقية ممتلكات الشركة.101

المرحلة الثالثة: إعداد دراسات الجدوى الأولية:

يكون الهدف من إعداد الدراسات الأولية من اجل أن يكون الإصدار قائم على أسس علمية اقتصادية وفنية لتلك الأصول، والتدفقات النقدية المتوقعة الناتجة عنها، ومن أهم العناصر التي ينبغي أن تتضمنها الدراسة الأولية، ما يلي :102

أ-الدراسة الشرعية:وتقوم بها هيئة شرعية متخصصة، يكون لديها معرفه كامله عن عمليات التصكيك وما يتعلق بها، وعلى قدر علمي شرعي كبير، بحيث يكون عملها الإشراف والمتابعة، ولا تقوم بدراسة أولية فقط ثم تصدر بناء على ذلك فتوى بالجواز أو عدمه، بل تقوم بالنظر بما يمكن أن يقع من خلل ومخالفات في التطبيق.

كذلك يجب على هذه الدراسة أن تقوم بوضع أسس ومعايير الرقابة الشرعية السابقة واللاحقة لعملية إصدار الصكوك، وانتهاء بعملية الإطفاء والتسييل.

كذلك يجب أن تشتمل على دراسة الوثائق والمستندات والعقود التي سيتم التعامل بها لإنجاز عملية التصكيك.

ب- الدراسة القانونية:حيث أنه أي دراسة يتم إجرائها يجب أن تكون من خلال خبراء قانونيين، وذلك حتى يتم التأكد من توافق عملية التصكيك مع القوانين والأنظمة المعمول بها في الدولة التي يتم فيها إصدار هذه الصكوك، ومعرفة الحقوق والامتيازات الممنوحة لكل الأطراف المشاركة في عملية التصكيك، والالتزامات التي عليها، وتحديد طرق التظلم في حال إخلال أحد إطراف عملية التصكيك بالتزاماته، وكذلك تعليمات الجهات الرقابية المنظمة لعملية التصكيك المطلوبة.

ج- الدراسة التسويقية: وذلك من أجل تحديد مدى كفاءة المؤسسة المصدرة للصكوك، وكذلك المؤسسة المالية الوسطية (spv) على تسويق الصكوك المصدرة.

د- الدراسة الفنية: تعمل على تحديد الهيكل الإداري والفني لعملية التصكيك، وكذلك تحديد مدى احتياجات العملية من الخبرات الفنية والإدارية والاستشارات الشرعية والقانونية والمالية،

---

[101] القري ،المرجع السابق،ص14.

[102] جريدة القبس،الكويت،مرجع سابق،ص37.

وتوزيع المهام بين جميع الإطراف المشاركة في عملية التصكيك؛ مثل الجهة المصدرة للصكوك، ووكيل الإصدار، ومتعهد التغطية، وأمين الاستثمار، وتقدير جميع الاحتياجات المالية المطلوبة لإنجاز العمليات بهدف تقدير التكلفة الإجمالية اللازمة لإتمام عملية التصكيك.

كما يجب على هذه الدراسة تحديد الجدول الزمني لكل مرحلة من مراحل إنجاز عملية التصكيك.

ه- الدراسة المالية: تعمل على تقييم الوضع المالي لعملية التصكيك، والعمل على استخراج مؤشرات الربحية، التي يمكن من خلالها الحكم على ربحية عملية التصكيك لجميع الإطراف المشاركة فيها.

المرحلة الرابعة: تأسيس شركة ذات غرض خاص:

إن الهدف من هذه الشركة هو لتمثيل حملة الصكوك، وتسجل هذه الشركة في مناطق ذات إعفاء ضريبي، وتكون لها شخصية مستقلة بالرغم من أنها مملوكة بالكامل للمستثمرين، وذلك من أجل تمثيلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المتنوعة، وتقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المصدرة، ثم يقوم المصدر بإثبات نقل الأصول من دفاتره إلى دفاتر الشركة ذات الغرض الخاص، على أساس البيع ، بعد ذلك يجري تقويمها من قبل جهة متخصصة مستقلة (ولنفترض أنها جاءت10 مليون دينار)، وبالتالي يلزم لتحقيق المتطلبات الشرعية أن تجري عملية البيع بالقيمة السوقية، وليس بثمن يتفق عليه الطرفإن يكون مختلفا اختلافا بينا عن القيمة السوقية؛ لأن ذلك سوف يجعل البيع صوريا إذ لا يتصور أن يبيعها البائع بأقل من القيمة إلا لعلمه أنها تعود إليه، وقد تحدَّث فقهائنا قديما عن ذلك؛ قال الحطاب (وأما ما يقع في عصرنا هذا وهو ما عمت به البلوى وذلك أن الشيخ- كذا ولعل الصواب الشخص- يبيع الدار مثلا بألفي دينار وهي تساوي خمسة ألاف أو أكثر، ويشترط على المشتري أنه متى جاءه بالثمن، ردها إليه، ثم يؤجرها المشتري لبائعها بمائة دينار في كل شهر قبل أن يقبضها المشتري وقبل أن يخليها البائع من أمتعته، بل يستمر البائع على سكناها إن كانت محل سكناه أو على وضع يده عليها أو إجارتها ويأخذ منه المشتري الأجرة المسماة في كل شهر، فهذا لا يجوز بلا خلاف؛ لأن هذا صريح الربا ولا عبرة بالعقد الذي عقداه في الظاهر؛ لأنه حكم بالغلة للمشتري في البيع الفاسد لانتقال الضمان إليه، وهنا لم ينتقل الضمان لبقاء المبيع تحت يد بائعة فلا يحكم له بالغلة بل لو قبض المشتري

المبيع وتسلمه بعد أن أخلاه البائع ثم أجره المشتري للبائع على الوجه المتقدم لم يجز؛ لأن ما خرج من اليد وعاد إليه لغو كما هو مقرر في بيوع الآجال).103

المرحلة الخامسة:طرح الصكوك لاكتتاب:

تقوم هذه المرحلة على جمع رؤوس الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك، وسوف يتم ذلك إما بالطرح مباشرة إلى الجمهور، أو يتم بيع الصكوك التي تمثل الموجودات جملة إلى المستثمر الأول، الذي قد يكون بنكا أو مجموعة بنوك، وذلك للقيام بتسويقها وبيعها.104

المرحلة السادسة: تسويق الصكوك:

يكون التسويق من الجهة المصدرة للصكوك بالقيام بتسويقها بنفسها، وقد تستعين ببعض المؤسسات المالية لمساعدتها في ذلك،من أجل توسيع دائرة تداول الصكوك، مما يساعد على إبراز ورقة مالية إسلامية فيها إمكانية السيولة، بالإضافة إلى الربح والأمان، حيث تقوم تلك المؤسسات بحث الراغبين في استثمار أموالهم على الاكتتاب في الصكوك المطروحة؛ من خلال عدة مهام تقوم بها في هذا المجال.105

المرحلة السابعة:التعهد بتغطية الاكتتاب:

من خلال قيام الجهة المصدرة للصكوك بأن تتعهد بشراء ما لم يكتتب فيه، ومن ثم تقوم بيعه تدريجيا أو الاحتفاظ به كليا أو جزئيا.106

المرحلة الثامنة: التصنيف الائتماني:

يتم عمل التصنيف الائتماني من قبل جهة متخصصة، ليتم تحديد الجدارة الائتمانية107؛ لإدراجها في سوق التداول إن كانت مما يقبل التداول.108

**ثالثا:تداول الصكوك الإسلامية:**

وقد نصت المادة 9 من قانون صكوك التمويل الإسلامي على: "ا- تكون صكوك التمويل الإسلامي قابلة للتداول في السوق المالي ويكون لمالكيها جميع الحقوق والالتزامات والتصرفات المقررة شرعا".

---

[103] أبو غدة،بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية،مرجع سابق،ص88، والقري،الصكوك الإسلامية(التوريق)وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها،مرجع سابق،ص14.
[104] المرجع السابق ،مباشرة.
[105] أبو غدة،الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها،ص9.
[106] أبو غدة،بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية،ج2،ص88.
[107] إي:الملاءة المالية.
[108] القري،الصكوك الإسلامية(التوريق)وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها،ص16.

المادة 19 /ب- مع مراعاة مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها:1- يتم إدراج صكوك التمويل الإسلامي وتداولها في السوق المالي أو أي سوق أخر وفقا للتشريعات النافذة ويجوز تداول الصكوك خارج السوق المالي بموافقة الهيئة حسب المادة22/ا من القانون السابق.

تداول الصكوك يعني ببساطة: التصرف في الحق الشائع الذي يمثله الصك بالبيع أو الرهن أو الهبة أو غير ذلك مما يؤدي إلى انتقال الأداة التمويلية من يد إلى يد من التصرفات الشرعية[109].

إن آلية تدوال الصكوك الاستثمارية الإسلامية تختلف بطبيعة الحال عن تداول سندات القرض بالفائدة بمقدار الفارق بين البيع والربا. فالصكوك الشرعية هي حصة مشاركة وليست قرضا، وهذه الحصة تبدأ نقودا وقد تتحول إلى أعيان أو منافع أو ديون ناتجة عن بيوع وليس بسبب يمت إلى القروض بأية صلة. فالسندات تباع (حسب العرف المخالف لشرع) وهي نقود أو تمثل حقا نقديا يباع أيضا بالنقود وبأسعار تزيد أو تساوي أو تقل عن القيمة الإسمية المحررة تبعا لسعر الخصم أي سعر الفائدة.[110]

أما الصكوك الاستثمارية الإسلامية، فيحكم تداولها أطر شرعية، خصوصا بعض أنواع الصكوك لطبيعة الأصول المالية التي تمثلها، غير أن هذه القيود لا تخرج الصك عن أصل جواز التداول في الجملة، ولما كان تداول الصكوك تصرفا فيه بالبيع أو الرهن أو الهبة أو غيرها، فإنه يشترط في التداول ما يشترط في هذه التصرفات من شروط، ويترتب عليه ما يترتب على هذه التصرفات من آثار، سواء أكان ذلك التصرف إطفاء أو تداولا في السوق الثانوية.[111]

وأطر تداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية على مستويين: أطر عامة تحكم كافة أنواع الصكوك، وأخرى تخص كل نوع على حدة.

*الأطر العامة لتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية:[112]

الإطار الأول: لجواز تداول الصكوك واستردادها يجب أن تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك، وبدء النشاط، أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف، كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديونا، أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.

---

[109] المعايير الشرعية،هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية،ص326.
[110] الشايجي،صكوك الاستثمار الشرعية،مرجع سابق،27.
[111] حسان،صكوك الاستثمار ،مرجع سابق،ص58.
[112] المعايير الشرعية،ص318.

الإطار الثاني: إذا كانت الصكوك ما زالت نقودا – كما هو الحال عند بدء الاكتتاب وحتى ابتداء التصرف بها– فإن تداول هذه الصكوك يخضع لأحكام الصرف، أي أن القيمة الإسمية المدفوعة هي الأساس، حيث يباع فيها الصك دون زيادة ولا نقصان، أما إذا انقلبت الموجودات لتصبح ديونا – كما في حالة بيع المرابحة مثلا– حيث يصبح الثمن دينا في ذمة المشترين، فإن القيد يعود كما كان بالنسبة للنقود باعتبار أن الديون النقدية هي نقود في المال.

وإذا كانت موجودات المشروع أعيانا ومنافع ونقودا وديونا وكان الغالب فيها الأعيان والمنافع فيجوز تداول تلك الصكوك بسعر السوق الذي يحدده قانون العرض والطلب.

–الإطار الثالث: في الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك بعد إتمام عملية الإصدار بسعر السوق، ولا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الإسمية للصك.

–الإطار الرابع: يجوز تداول الصكوك بأية طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف القواعد المالية الإسلامية، مثل: القيد في السجلات، أو الوسائل الالكترونية، أو المناولة إذا كانت لحاملها.

## المطلب الثاني: طريقه التداول وآلية خطوات الاصدار وأطراف عمليه الاصدار للأسهم والسندات:

### أولا: آلية وخطوات الاصدار وأطراف عملية الاصدار:

تتم عملية إصدار الأوراق المالية عن طريق طرح الأوراق المالية من أسهم وإسناد قرض – سواء من قبل الشركات المساهمة العامة أو الحكومة أو المؤسسات العامة أو للاكتتاب العام أو الخاص وبيعها لأول مرة بإتباع الأساليب التي حددها القانون.113

ومن الجدير بالذكر أن قانون الشركات الحالي لعام 1997م ترك أمر تنظيم عملية طرح الأوراق المالية للاكتتاب لقانون الأوراق المالية وقد حدد قانون الأوراق المالية المؤقت لعام 2002 المقصود بالأوراق المالية، وقد نصت على ذلك المادة الثالثة من القانون الاخير، على أن " يقصد بالأوراق المالية أي حقوق ملكية او أي دلالات او بينات متعارف عليها على أنها اوراق مالية، سواء كانت محلية او أجنبية، يوافق المجلس على اعتبارها كذلك".

وبالتالي فإنه يتم تنظيم جميع الأحكام المتعلقة بتسجيل الأوراق المالية وبإصدارها بموجب أنظمة تصدر لهذه الغاية، وإلى أن تصدر الأنظمة لذلك نصت المادة (10/ا) من القانون المذكور على أن "يخول مجلس المفوضين[114] صلاحية إصدار التعليمات اللازمة لتنفيذ أحكام هذا القانون"،

---

[113] الطراد،إسماعيل إبراهيم،وعباد،جمعة محمود،التشريعات المالية والمصرفية في الأردن،دار وائل للنشر،عمان،الطبعة الأولى،1999م،ص192.

[114] جاء النص على تكوين مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية في المادة(10/ا)من قانون الأوراق المالية والتي نصت على تكوين المجلس من خمسة أعضاء من بينهم الرئيس ونائب الرئيس،على إن يكونوا أشخاص طبيعيين وأردنيين متفرغين ومن ذوي الخبرة والاختصاص بشؤون الأوراق المالية،وذكرت المادة (12)من القانون المذكور مهام وصلاحيات هذا المجلس.

واستنادا إلى هذا النص أصدر مجلس المفوضين التعليمات لسنة 2005 تحت عنوان "تعليمات إصدار الأوراق المالية وتسجيلها" وأرفق بهذه التعليمات ملحقين وهي عبارة هن نماذج لنشرة إصدار وهي كالأتي:

ملحق رقم (1)بعنوان:متطلبات تسجيل الأوراق المالية، نشرة إصدار أسهم.

ملحق رقم (2)بعنوان: متطلبات تسجيل الأوراق المالية، نشرة إصدار إسناد قرض.

وسوف يتم إضافة هذين الملحقين في آخر الرسالة لأهمية الاطلاع عليها من المتعاملين في سوق عمان المالي، والمستثمرين الذين يعتبر هدفهم الأساسي من الإستثمار تحقيق الربح

ويتبين من هذه التعليمات أنها ركزت بشكل رئيسي على إعطاء أهمية كبيرة للشفافية والإفصاح بحيث أنها قامت بتحديد المعلومات الواجب أن تتضمنها نشرة الإصدار الخاصة بالورقة المالية المنوي إصدارها، والهدف من ذلك توفير المعلومات الضرورية اللازمة للمستثمر لاتخاذ قراره الاستثماري، فقد أوجبت المادة الثالثة من تعليمات إصدار الأوراق المالية وملاحقها وعلى كل مصدر يرغب بإصدار أوراق مالية أن يتقدم إلى هيئة الأوراق المالية بطلب لتسجيل تلك الأوراق مرفقا به نشرة إصدارها المعدة وفق الملاحق المرفقة بهذه التعليمات، وبعد أن يتم الموافقة من الهيئة على هذا الطلب، فإنه يتوجب على المصدر- بعد استكمال إجراءات التسجيل لدى الهيئة- إصدار تلك الأوراق بإحدى الطريقتين التاليتين وقد نصت عليهما المادة الرابعة من تعليمات إصدار الأوراق المالية وتسجيلها:

الطرح أو الاكتتاب العام.

الاكتتاب الخاص.

**أولا:الطرح أو الاكتتاب العام:**[115]

والمقصود بهذه الطريقة: هو القيام بطرح أو عرض الأوراق المالية التي يتم إصدارها على الجمهور في اكتتاب عام، أي دعوة الجمهور للاكتتاب بها، وذلك تبعا للإجراءات التي قررها القانون، وهي إجراءات تسبق عملية الاكتتاب بالأوراق المالية.

**المادة (4)** من تعليمات إصدار الأوراق المالية وتسجيلها:

---

[115] المادة (7)
يتم الإصدار العام للأوراق المالية بأحد الأسلوبين التاليين:
أ- اكتتاب الجمهور بها من خلال البنوك وفقاً لما يلي:-
1- أن يتم الاكتتاب على نماذج الاكتتاب المرفقة بنشرة الإصدار.
2- على البنوك التي يجري الاكتتاب لديها تسليم المكتتب نسخة من نشرة الإصدار قبل قبول طلب الاكتتاب.
3- أن يتم الاكتتاب وفق السعر المبين في نشرة الإصدار والمحدد من قبل المصدر.
4- يكون الحد الأدنى لعدد الأسهم في طلب الاكتتاب الواحد ما بين 100-500 سهما مع مراعاة تثبيت ذلك في نشرة الإصدار.
5- على البنوك التي يجري الاكتتاب لديها التأكد من صحة عمليات الاكتتاب وأهلية المكتتب وفقاً للوثائق الرسمية.
ب- بيعها للجمهور وفق إجراءات التداول المعمول بها لدى السوق مع مراعاة ما يلي:
1- على الوسيط المشتري تسليم عميله نشرة الإصدار قبل قبول أمر الشراء.
2- لا يجوز للوسيط البائع بيع أوراق مالية تزيد على العدد المنوي إصداره والمبين في نشرة الإصدار.
3- لا يجوز البدء بإجراءات البيع من خلال السوق إلا بعد استكمال إجراءات تسجيل الأوراق المالية لدى المركز وإجراءات إدراجها لدى السوق وفق التعليمات المعمول بها.
4- تعتبر نشرة الإصدار نافذة المفعول بديلا عن المعلومات المطلوبة لأغراض إدراج الأوراق المالية وتستوفي البورصة متطلبات الإدراج الأخرى وفق الإجراءات المعمول بها.

"أ- للمصدر عرض بيع أوراقه المالية بعد تسجيلها لدى الهيئة من خلال:

1- العرض العام لبيع الأوراق المالية وهو العرض الموجه لأكثر من ثلاثين شخصا."وفي العادة يتوجب على الجهة المصدرة للأوراق المالية القيام ببعض الإجراءات تسبق وتسهل عملية الاكتتاب، وتعمل على تهيئة بعض الوثائق التي تعطي الجمهور المعلومات الكافية والضرورية عن الجهة المصدرة للأوراق المالية، ويمكن أن نبين الإجراءات الواجب اتخاذها عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام بما يلي:

أ-إعداد نشرة الإصدار.

ب-إعداد نموذج طلب الاكتتاب.

ج- الاتفاق مع البنوك أو شركات مالية مرخصة لإجراء عملية الاكتتاب لديها.

د-الإعلان عن طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام في صحيفتين محليتين.

أ-نشرة الإصدار:

يتوجب على الجهة التي تقوم بإصدار الأوراق المالية أن تقدم جميع المعلومات التي تساعد الأشخاص الذين يرغبون في الاكتتاب بهذه الأوراق. ومن أجل ذلك أوجدت التشريعات وثيقة تسمى "نشرة الإصدار"، تقوم بتنظيمها الجهة المصدرة عند طرح أوراقها المالية للاكتتاب، وتتضمن نشرة الإصدار دائما المعلومات الكافية والضرورية عن الجهة المصدرة والورقة المالية محل الإصدار وتوزع دون مقابل على الجمهور.

وقد ذكر المشرع الأردني المعلومات والبيانات الواجب تضمينها في نشرة الإصدار وذلك في المادتين (34-35) من قانون الأوراق المالية المؤقت لسنة 2002 وتعتبر نشرة الإصدار نافذة بعد مرور ثلاثين يوما على إيداعها لدى هيئة الأوراق المالية إلا إذا قام المجلس بنفاذها أو رفض أن تعبر نافذة بعد المدة السابقة وكذلك للمجلس تحديد المدة التي تكون فيها هذه النشرة نافذة المفعول حسب المادة 39 من قانون الأوراق المالية المؤقت لسنة 2002.

وأوجبت المادة الخامسة من تعليمات إصدار الأوراق المالية وتسجيلها أن يتم إعداد نشرة الإصدار وفق الملاحق المرفقة بهذه التعليمات التي سبق ذكرها. وبعد دراسة هذه الملاحق يمكن القول أن النشرة المعدة في كل ملحق من هذه الملاحق تتصدرها صفحة أولى بعنوان (إيضاحات عامة) وهي تحتوي عبارة مفادها "لا يجوز استخدام أي نموذج أخر لهذه الغاية". والهدف من نشرة الإصدار هو من أجل اطلاع المستثمرين، وبالتالي يجب أن تقدم المعلومات المطلوبة بشكل واضح ومفصل ومفهوم وكذلك يجب أن لا تحتوي على معلومات غير ذات صلة أو غير ملائمة،

ويجوز للهيئة أن تطلب أي معلومات إضافية تساعد المستثمر على اتخاذ قراره بشأن الاستثمار في الأوراق المالية المزمع إصدارها.

وأبرزت التعليمات في هذه الملاحق أمرين؛ أولهما: لم يتم ذكر المعلومات والمواد المذكورة في نماذج نشرة الإصدارعلى سبيل الحصر وإنما يتوجب على المصدر تضمين نشرة الإصدار كافة المعلومات الهامة والضرورية، وثانيهما:عدم تحميل هيئة الأوراق المالية مسؤولية جدوى الاستثمار بالأوراق المالية المطروحة، أو مسؤولية المعلومات الواردة في النشرة.

ب-نموذج طلب الاكتتاب:

إن اغلب القوانين تنصص على أن يتم الاكتتاب على وثيقة تعد مسبقا لهذا الغرض تسمى "بوثيقة الاكتتاب" وبالتالي هي عبارة عن ورقة مطبوعة تمثل طلب الاكتتاب وتملى من قبل المكتتب، لأن ذلك يعتبر تعبير عن إرادته في الاكتتاب بعدد معين من الأوراق المالية المطروحة، ولكن لم يتم ذكر للصيغة التي يتم بموجبها طلب الاكتتاب في قانون الشركات.

وقد قامت هيئة الأوراق المالية بإعداد هذه الصيغة التي نجدها في تعليمات إصدار الأوراق المالية وتسجيلها والتي تنصص على ما يلي "... يرفق مع طلب الاكتتاب نسخة من نشرة الإصدار تعطى لكل مكتتب على أن يتضمن طلب الاكتتاب النص التالي:

أنا ..... وجنسيتي......أوافق على اكتتابي في شركة ... المساهمة العامة المحدودة بأسهم (أو بإسناد قرض) عددها....هذا واقر بأنني قد تسلمت نسخة من نشرة الإصدار والنظام الأساسي، وقد اطلعت على كافة محتوياتها ودرستها بعناية وفهمت مضمونها، وبناء على ذلك تم اكتتابي في الأسهم (أو إسناد القرض) المذكورة، علما بأنني لا أتنازل عن حقي بمطالبة الشركة والرجوع عليها بكل عطل وضرر ينجم من جراء إضافة معلومات غير صحيحة أو غير كافية في نشرة الإصدار أو نتيجة حذف معلومات قد تؤثر على قبولي بالاكتتاب في حال إضافتها إلى النشرة".

وكذلك يجب أن يتضمن في طلب الاكتتاب والتي تعمل على تحديد هوية المكتتب بالأوراق المالية المطروحة، سواء كان المكتتب شخصا طبيعيا أو معنويا، ما يلي:

- اسم المكتتب/ورقمه الوطني (الرقم الوطني بالنسبة للشخص الطبيعي، ورقم التسجيل للشخص المعنوي).
- وثيقة إثبات شخصية/ورقمها ومكان وتاريخ صدورها.
- توقيع المكتتب/المفوض عنه.

ويتضح مما سبق أن النموذج المخصص للبيانات الخاصة بالمكتتب يخلو من عنوان المكتتب، وهو يعتبر بيان هام وضروري لا بد من وجوده في طلب الاكتتاب من أجل مخاطبته بشأن ما سيتم نتيجة جمع طلبات الاكتتاب، وكذلك للعنوان أهمية بالغة في كافة المخاطبات التي

تجري بين الشركة والمساهمين أو حملة إسناد القرض وكل ذلك طيلة حياة الشركة وحتى عند تصفيتها.

ج- إجراء الاكتتاب لدى البنوك أو الشركات المالية المرخصة:

لقد تم في التعليمات التي أصدرتها هيئة الأوراق المالية ذكر ما يفيد بأن اكتتاب الجمهور بالأوراق المالية المطروحة قد يجري لدى البنوك أو الشركات المالية المرخصة حسب المادة (7) من تعليمات إصدار الأوراق المالية وتسجيلها، ويتم ذكر اسم الجهة أو الجهات التي تتولى عملية الاكتتاب في نشرة الإصدار.

وبالتالي هذا يعني أن المستثمر الذي يقوم بالبحث عن المعلومات الخاصة بالاكتتاب ومكانه فإنه يجد في الإعلان الذي ينشر في الصحف اسم الجهة أو فروعها والتي يجري لديها الاكتتاب. وبعد أن تتم عملية الاكتتاب –أي بعد تعبئة نموذج الاكتتاب ودفع قيمة الأوراق المالية المراد الاكتتاب بها- يقوم البنك أو الشركة المالية بتزويد المكتتب بإيصال الدفع بعد ختمه وتوقيعه، ومن ثم يتم عمل تقييد القيمة في حساب الشركة، وقد يتم الاتفاق بين الجهة المصدرة للأوراق المالية مع متعهد تغطية underwriter بحيث يتولى تغطية بعض أو جميع الأوراق المالية التي لم يكتتب بها أحد خلال مدة الاكتتاب وفي هذه الحالة يتوجب على الجهة المصدرة إدراج اسم متعهد التغطية والإتفاق معه في نشرة الإصدار.

د- الإعلان في الصحف:

أوجبت التعليمات – إصدار الأوراق المالية لسنة 2005 على الجهة المصدرة عندما تقوم بطرح أوراقها المالية للاكتتاب العام أن تقوم بإعداد إعلان توافق هيئة الأوراق المالية على صيغته وعلى البيانات والمعلومات التي يجب أن يتضمنها. ويتم نشر هذا الإعلان في صحيفتين يوميتين محليتين مرتين على الأقل، ويكون ذلك قبل مدة لا تقل عن سبعة أيام من التاريخ المحدد لبدء الاكتتاب أو البيع.[116]

وكذلك يجب أن يتضمن هذا الإعلان معلومات كافية عن الجهة المصدرة للأوراق المالية، وكذلك الهدف من إصدار هذه الأوراق وكيفية استغلال حصيلة الإصدار، وكذلك يتم ذكر شروط الاكتتاب وإجراءاته، ومكان الاكتتاب ومدته، أي الفترة التي يبقى فيها الاكتتاب مفتوحا.

**ثانيا: الاكتتاب الخاص:**

حسب المادة 4 من تعليمات إصدار الأوراق المالية وتسجيلها لسنة 2005، العرض غير العام لبيع الأوراق المالية وهو العرض الموجه لثلاثين شخصاً أو أقل.

---

[116] المادة(5)من التعليمات إصدار الأوراق المالية و تسجيلها.

ذكرنا أن الجهة المصدرة قد تقوم بالاكتتاب العام وكذلك فإنها قد تقتصر الاكتتاب بأوراقها المالية على المساهمين فقط أو جهات معينة أو مستثمرين معينين ودون اتباع إجراءات طويلة ومعقدة كما هو الحال عند طرح هذه الأوراق على الجمهور في اكتتاب عام.

ومن أجل ذلك فإنها تلجا إلى أسلوب الاكتتاب الخاص، وقد جاء النص على هذا الأسلوب في المادة (8 ) من التعليمات التي أصدرتها هيئة الأوراق المالية، والتي نصت على ما يلي:

" إذا كان الإصدار العام موجهاً إلى مساهمي الشركة فيكون حق الاكتتاب أو الشراء للمساهمين كما هم في نهاية اليوم الخامس عشر من تاريخ موافقة الهيئة على تسجيل الأوراق المالية المعنية"

وقد نصت المادة5/د من التعليمات السابقة – على المصدر في حالة بيع الأوراق المالية عن طريق العرض غير العام الإعلان في صحيفتين يوميتين محليتين مرتين على الأقل عن البيانات والمعلومات المتعلقة بعملية الإصدار بما في ذلك قيمة الإصدار والجهات التي خصص لها ذلك الإصدار.

وبشكل عام قد تقوم الشركات بزيادة رأس المال وقد نصت المادة (9) من تعليمات إصدار الأوراق المالية على ذلك[117].

ولابد من الإشارة إلى أن هذه التعليمات لم تجز اللجوء إلى الاكتتاب الخاص عند تأسيس الشركة، وإنما يجوز اللجوء إلى الاكتتاب الخاص في المرحلة اللاحقة لتأسيس الشركة، كذلك يجوز ذلك عند زيادة رأس مال الشركة بإصدار أسهم جديدة[118]

---

[117] **المادة (9)**

أ– على الشركة التي ترغب بزيادة رأسمالها عن طريق ضم الاحتياطيات أو الأرباح المدورة المتراكمة أو علاوة الإصدار إلى رأس المال أو رسملة الديون أو أي جزء منها التقدم إلى الهيئة بطلب تسجيل الأوراق المالية المنوي إصدارها، مرفقاً به محضر اجتماع الهيئة العامة غير العادية وموافقة وزير الصناعة والتجارة على قرار زيادة رأسمال الشركة، وذلك خلال مدة لا تتجاوز خمسة أيام عمل من تاريخ موافقة وزير الصناعة والتجارة.

ب– توزع الأسهم المصدرة عن طريق ضم الاحتياطيات أو الأرباح المدورة المتراكمة أو علاوة الإصدار، على مستحقيها كل بنسبة مساهمته في رأس المال كما هم في نهاية اليوم الخامس عشر من تاريخ تسجيل الأوراق المالية المعنية لدى الهيئة.

ج– على مجلس إدارة المصدر في الحالات التي يتم فيها رسملة الديون أن يقدم تقريرا للهيئة يتضمن تفاصيل الديون المنوي رسملتها وآلية تقييمها وكيفية نشوء هذه الديون وأية معلومات أخرى تطلبها الهيئة على أن يتم توقيع هذا التقرير من قبل رئيس وغالبية أعضاء مجلس الإدارة ومدقق الحسابات ومدير الإصدار وأن يتم الإفصاح عن هذا التقرير للجمهور.

د– على الشركة الناتجة عن تحول صفتها القانونية إلى شركة مساهمة عامة التقدم للهيئة بطلب لتسجيل أوراقها المالية خلال ستة شهور من تاريخ انتهاء إجراءات التحول لدى وزارة الصناعة والتجارة وصدور الموافقة النهائية على ذلك.

**ثانيا:طريقة تداول الأسهم والسندات:**

عرف المشرع الأردني التداول في المادة الثانية من قانون الأوراق المالية بقوله: "التداول هو شراء أو بيع الأوراق المالية".

إنَّ تداول الأوراق المالية أي إصدارها يتم في السوق الثانويmarket secondary والمعروفة باسم "البورصة" وقد تم إنشاء سوق لتداول الأوراق المالية تسمى بورصة عمان وهي تتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، بحيث تعتبر هذه البورصة الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة. ويتم إدارة البورصة من قبل مجلس إدارة ومدير تنفيذي، وتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين، ويقوم مجلس إدارة البورصة بوضع الأنظمة والتعليمات اللازمة لإدارة شؤون البورصة.

وينقسم السوق الثانوي[119] إلى ثلاثة أسواق فرعية:

السوق الأول:وهو الذي يتم عن طريقه تنظيم التعامل بالأوراق المالية المدرجة في البورصة وفق الشروط المحددة من قبل مجلس إدارة البورصة.

السوق الثاني: وهو الذي يتم عن طريقه التعامل بأوراق مالية لا تتوافر فيها شروط الإدراج في السوق الأول، بقصد توفير السيولة الملائمة للجهة المصدرة قبل إدراج أوراقها المالية في السوق الأول.[120]

السوق الثالث: وهو الذي يتم عن طريقة التعامل بالأوراق المالية غير المدرجة في البورصة.[121]

أما بالنسبة إلى كيفية تداول الأوراق المالية في بورصة عمان فقد نصت المادة 69 من قانون الأوراق المالية المؤقت 2002 على ما يلي:

أ- لا يجوز التداول في السوق إلا بواسطة عقود تداول بين الوسطاء، مدونة في سجلات السوق وتتم لحساباتهم أو لحساب عملائهم، وفقا للأنظمة الداخلية للسوق وتعليماته الملزمة لجميع الإطراف المعنية بالتداول.

---

[118] نصت المادة(113)من قانون الشركات لعم 1997 على ما يلي:"مع مراعاة قانون الأوراق المالية،للشركة المساهمة العامة زيادة رأسمالها بإحدى الطرق التالية أو إي طريقة تقررها الهيئة العامة للشركة :1-طرح أسهم الزيادة للاكتتاب من قبل المساهمين أو غيرهم.."

[119] السوق الثانوي: هو السوق الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية وفقا لإحكام القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها.

[120] مطر،محمد،إدارة الاستثمارات،مطابع المؤسسة الصحفية الأردنية،عمان،الطبعة الأولى،1993،ص164.

[121] فقد نصت المادة(20)من تعليمات أدارج الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2000 على ما يلي:
ا.تقدم الشركة طلبا للتعامل بأوراقها المالية من خلال السوق الثالث وذلك بعد منحها حق الشروع في العمل ويتعين عليها تزويد البورصة بالبيانات المالية المتوفرة وكافة المعلومات التي تطلبها.
ب-يصدر مجلس الإدارة القرارات اللازمة لتنظيم التعامل بالأوراق المالية من خلال السوق الثالث..".

ب–تكون القيود المدونة في سجلات السوق وحساباته، سواء كانت خطية أو الكترونية، وأي وثائق صادرة عنه دليلا قانونيا على التداول وذلك بالتواريخ المبينة في تلك السجلات أو الحسابات أو الوثائق ما لم يثبت عكس ذلك.

ويلاحظ على النص المذكور ما يلي:

1- أنَّ تداول الأوراق المالية المدرجة في البورصة يتم من خلال الوسطاء الماليين. وبالتالي ما يقصد بعملية الإدراج هو عن طريق تسجيل الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية (البورصة) حيث أعطى المشرع لمجلس إدارة البورصة مهمة إصدار التعليمات اللازمة لإدراج وتداول الأوراق المالية، وذلك بعد موافقة مجلس مفوضي الهيئة.

وقد بينت المادة (69) المذكورة سابقا أن عملية تداول الأوراق المالية المدرجة في البورصة تتم من خلال الوسطاء الماليين، حيث يقوم الوسطاء في سوق الأوراق المالية بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين من جهة، والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، وكذلك يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا له ممارسة أعمال الوساطة المالية بموجب قانون الأوراق المالية و التعليمات الصادرة بموجبه.

وبالتالي فإن ما يكسب سوق الأوراق المالية ميزة هامة وهي ديناميكيته المفرطة ومرونته، لأنَّ معظم الصفقات تتم بسرعة وبإجراءات مبسطة وبواسطة الهاتف، ودون الحاجة للقاء المباشر بين البائع والمشتري.

2- القيود في سجلات البورصة هي التي تعمل على عملية إثبات تداول الأوراق المالية : ونجد الفقرة (ج) من المادة المذكورة تبين حجية القيود المدونة في سجلات البورصة وحساباتها، سواءً كانت مدونة يدويا أو إلكترونيا.

وأهم ما في هذا النص أنه عمل على إعطاء القيود المدونة الكترونيا حجية قانونية، وبالتالي يتضح أن المشرع الأردني أخذ بما ذهبت إليه بعض الدول الأجنبية من اعتبار التسجيل الالكتروني حجة في الإثبات، وهذا تطور جديد في مجال طرق وأدلة الإثبات في التشريع الأردني.

ومن أجل النهوض بسوق رأس المال في الأردن ومؤسساته ولضرورة تطبيق المعايير العالمية في هذا المجال، فقد عملت هيئة الأوراق المالية إلى إحداث نقلة نوعية بإنشاء نظام إلكتروني في البورصة يكون بديلا عن قاعة التداول التقليدية. وبسبب هذا النظام فإن كافة أوامر البيع والشراء في البورصة يتم إدخالها الكترونيا بحيث تتم مقابلة العرض والطلب للأوراق المالية وتحديد السعر وتنفيذه الكترونيا. ولا بد من ذكر أن مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية ومجلس

إدارة البورصة قد أقرا تعليمات التداول الالكتروني للأوراق المالية في بورصة عمان وذلك أن تطبيق نظام التداول الالكتروني سيعمل على تمكين العملاء من مراقبة تنفيذ أوامرهم سواء للبيع أو للشراء مما يساعد في زيادة الثقة والأمان والشفافية في أسلوب تنفيذ صفقات التداول، كذلك فإن تطبيق نظام التداول الالكتروني سيقوم بإعطاء الوسطاء مرونة كبيرة وتسهيلات عديدة ويوفر لهم العديد من المعلومات التي تسهل عليهم معرفة العمليات المنفذة وغير المنفذة وعمل تحليل لأوضاع الشركات، كذلك يسهل عليهم تنفيذ صفقات التداول بسهولة وسرعة، وقد تم العمل بها في المادة (81/د) من قانون الأوراق المالية المؤقت.

أما بالنسبة للأسس التي يتم بموجبها تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة، فقد بينت ذلك المادة (81) من قانون الأوراق المالية المؤقت بقولها:

" مع مراعاة أحكام المادة (5) من هذا القانون، على المصدر تسجيل الأوراق المالية التي يصدرها لدى المركز وفقا للتعليمات التي يصدرها.

ج- يتم تسجيل الأوراق المالية المتداولة في السوق ونقل ملكيتها وتسوية أثمانها بين الوسطاء بموجب قيود تدون في سجلات مركز إيداع الأوراق المالية.

هـــ ـــ تكون القيود المدونة في سجلات المركز وحساباته، سواء كانت خطية أو الكترونية، وأي وثائق صادرة عنه دليلا قانونيا على ملكية الأوراق المالية المبينة فيها، وعلى تسجيل ونقل ملكية تلك الأوراق المالية وعلى تسوية أثمانها وذلك وفق الأسعار وبالتواريخ المبينة في تلك السجلات أو الحسابات أو الوثائق ما لم يثبت عكس ذلك".

يوفر مركز إيداع الأوراق المالية[122]تسهيلات لحملة الأوراق المالية، بسبب أنه يسمح بتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتسوية صفقات التداول عن طريق قيود محاسبية، حيث يتم إثبات ملكية الأوراق المالية إلكترونيا وليس بشهادات الملكية الورقية، وذلك عن طريق إيداع شهادات الأوراق المالية المملوكة لأول مرة فهنا فتنتهي مرحلة الشهادات ثم ننتقل إلى مرحلة تجميد استعمال الشهادات من أجل الوصول إلى مرحلة الحفظ الإلكتروني الكامل لملكية الأوراق المالية. وقد تم إنشاء نظام إلكتروني للتسجيل والتسوية والتقاص في مركز إيداع الأوراق المالية ليحل محل النظام القديم، ومن ثم يتم في مركز الإيداع عمل التسويات الضرورية بين المشاركين في السوق وتسوية الإثمان واعتماد العمليات الكترونيا وبالتالي نقل الملكية وحفظها.[123]

[122] نصت على أنشاء مركز إيداع الأوراق المالية المادة(76)من قانون الأوراق المالية المؤقت الأردني هو يتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وأداري، وتم النص على مهامها في المادة77من ذات القانون.

[123] الطراد،وعباد،التشريعات المالية والمصرفية في الأردن،مرجع سابق،ص177.

مع أن قانون الأوراق المالية نص على عمليات التداول التي تجري في البورصة وتسجيل تلك العمليات في سجلاتها، كذلك فقد نص قانون الشركات لعام 1997 في المادة (98/ا) على أن :"تحتفظ الشركة المساهمة العامة بسجل أو أكثر تدون فيه أسماء المساهمين وعدد الأسهم التي يملكها كل منهم وعمليات التحويل التي تجري عليها، وأي بيانات أخرى تتعلق بها وبالمساهمين".

وفي النهاية لا بد لنا أن نبين أن القيود التي ترد على حرية تداول أسهم الشركات المساهمة العامة – نظرا لاعتبارها من أكثر الأوراق المالية تداولا في بورصة عمان- ويعرف أن قابلية الأسهم للتداول هي التي تمتاز بها شركات الأموال عن شركات الأشخاص، إلا أن حرية تداول هذه الأسهم ليست مطلقة وإنما ترد عليها بعض القيود، وقد تم ذكر هذه الحالات في قانون الشركات الأردني ورد النص عليها في المواد (100-111-133/ب). ويمكننا أن نجمل ما جاء في هذه المواد حول الأسهم التي يحظر التعامل بها، إلا أن هذا الحظر لم ياتي مطلقا، وسبب ذلك أن منع التعامل بهذه الأسهم إما أن يكون محددا بمدة معينة أو مقيدا لسبب ما، وإذا زال المانع عاد الممنوع، وهذه الحالات هي:

أ-أن هذه الأسهم إذا كانت من أسهم التأسيس ولم تمر سنتان على تأسيس الشركة، عند إذٍ يجب على الشركة وضع إشارة حظر التصرف بهذه الأسهم على ظهر شهادة ملكية الأسهم المذكورة وفي سجل المساهمين.

والفائدة من هذا المنع هو من أجل إبقاء صلة المؤسسين بالشركة قائمة لمدة كافية تعمل على استقرار أحوال الشركة وتثبيت أسعار أسهمها باعتبار أنهم أصحاب فكرة تأسيس الشركة، كذلك من أجل ضمان جديتهم في تأسيس الشركة وإنجاحها. كذلك فإن منع المؤسسين من التصرف بأسهمهم خلال هذه المدة يعتبر ضمانا للأشخاص الذين قد يتضررون من مخالفة المؤسسين لقواعد التأسيس التي نص عليها المشرع. بالإضافة إلى ذلك كله إنَّ وجود مثل هذا القيد يمنع تأسيس شركات وهمية أو المبالغة في تقدير نجاح الشركة بعمل دعاية كاذبة ومن ثم يبادر المؤسسون إلى بيع أسهمهم فور تأسيس الشركة بمبالغ تفوق قيمتها الحقيقية ثم سرعان ما تنخفض هذه القيمة بعد معرفة المركز المالي للشركة.

والقيد الذي نصت عليه المادة (100) من قانون الشركات[124] جاء بشكل عام، حيث أنه يشمل جميع التصرفات التي يقوم بها المؤسسون على أسهم التأسيس سواء كانت هذه التصرفات

---

[124] نصت المادة(100)من قانون الشركات على ما يلي:"ا- يحظر التصرف بالسهم التأسيسي في الشركة المساهمة العامة قبل مرور سنتين على الأقل من تأسيس الشركة ويعتبر باطلا إي تصرف يخالف إحكام هذه المادة.

ناقلة لملكية الأسهم، كالبيع أو الهبة أو الوصية، أم تعمل على تقرير حقوق على الأسهم كالرهن، حتى لا يتخذ من عملية الرهن وسيلة للتحايل على منع بيع هذه الأسهم خلال المدة التي حددها القانون.[125]

وكذلك فإن الفقرة (ب) من المادة المذكورة عملت على الاستثناء من هذا القيد بانتقال السهم التأسيسي إلى الورثة أو فيما بين الزوجين والأصول والفروع، وعن طريق انتقاله من مؤسس إلى مؤسس آخر في الشركة، أو انتقاله إلى الغير بقرار قضائي نتيجة بيعه بالمزاد العلني.

وبالتالي فإن هذا القيد ينطبق سواء كانت أسهم التأسيس نقدية أم عينية (حصل عليها المؤسس مقابل مقدمات عينية مقومة بالنقد) وهذا ما أكدت عليه العبارة الأخيرة من المادة (111) من قانون الشركات بقولها: "وإذا كانت الأسهم العينية تأسيسية فتطبق عليها القيود المطبقة على الأسهم النقدية التأسيسية".ولهذا فإنه أن تم تداول الأسهم العينية قبل مرور سنتين على الأقل على تأسيس الشركة فيعتبر التداول باطل، ويستثنى من هذا القيد أيضا ما ورد النص عليه في المادة (100/ب) والسابق ذكرها.

ب- يوجد هناك أسهم تسمى أسهم الضمان، وسبب تسميتها أنها تطلق على الأسهم التي يجب أن يودعها من يرشح نفسه ويصبح عضوا في مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة. وتبقى هذه الأسهم محجوزة طيلة مدة بقاء هذا العضو في عضويته، وقد يستمر الحجز إلى ما بعد انتهاء العضوية في مجلس الإدارة لفترة معينة يحددها القانون، والهدف من ذلك هو ضمان حسن قيام العضو بالأعمال المحددة له وكذلك حتى لا يسيء استعمال أموال الشركة. ويتم تحديد عدد الأسهم من قبل نظام الشركة التي يشترط أن يمتلكها من يرشح نفسه لعضوية مجلس إدارتها وحتى يبقى محتفظا بعضويته فيه، وفي جميع الحالات السابقة فإن المشرع يشترط أن لا تكون هذه الأسهم محجوزة أو مرهونة أو مقيدة بأي قيد أخر يمنع التصرف المطلق بها، ويستثنى من ذلك القيد الوارد في المادة (100) والسابق ذكرها.

وقد تم بيان أسباب هذا القيد في المادة (133) من قانون الشركات ونصت على ما يلي: "يبقى النِصاب المؤهل لعضوية مجلس الإدارة محجوزا ما دام مالك الأسهم عضوا في المجلس ولمدة ستة أشهر بعد انتهاء عضويته فيها، ولا يجوز التداول بها خلال تلك المدة، وتحقيقا لذلك توضع إشارة الحجز عليها مع الإشارة إلى ذلك في سجل المساهمين ويعتبر هذا الحجز رهنا لمصلحة الشركة ولضمان المسؤوليات والالتزامات المترتبة على ذلك العضو وعلى مجلس الإدارة".

---

ب–يستثنى من الخطر المنصوص عليه في الفقرة(ا)من هذه المادة انتقال السهم التأسيسي إلى الورثة وفيما بين الزوجين والأصول والفروع،وكذلك انتقاله من مؤسس إلى مؤسس آخر في الشركة وانتقال السهم إلى الغير بقرار قضائي أو نتيجة بيعه بالمزاد العلني وفق إحكام القانون.

[125] العكيلي،عزيز،الشركات التجارية في القانون الأردني،دار الثقافة للنشر والتوزيع،عمان،1995،ص311.

## المبحث الثاني: المشاركة في إدارة الشركة ومدى ثبات الأسعار والتصنيف الائتماني:

في هذا المبحث تم التطرق إلى ثلاث مطالب ففي المطلب الاول تم التطرق إلى المشاركة في إدارة الشركة بالنسبة للاسهم ثم بالنسبة للسندات ثم بالنسبة للصكوك الإسلامية أما في المطلب الثاني فقد تم التطرق إلى ثبات الاسعار بالنسبة للاسهم والسندات ثم بالنسبة للصكوك الإسلامية، أما في المطلب الثالث فقد تم التطرق إلى التصنيف الائتماني بالنسبة للأسهم والسندات ثم بالنسبة إلى الصكوك الإسلامية.

**المطلب الأول:المشاركة في إدارة الشركة**

**المطلب الثاني: ثبات الأسعار**

**المطلب الثالث:التصنيف الائتماني**

### المطلب الأول:المشاركة في إدارة الشركة:

### أولا: المشاركة في إدارة الشركة في الأسهم:

تعمل الأسهم على تمكين مالكيها أصحاب الحق فيها من إدارة الشركة من خلال انتخاب أعضاء مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب المادة 178 من قانون الشركات الأردني، وبالتالي فإنه يحق للمساهم أن يشترك في الإدارة وأن يقوم بمراقبة هذه الإدارة باستعمال حقه في التصويت المقرر له في الجمعية العامة بحسبان أنه يعود له التصويت على الحسابات وتعيين مجلس الإدارة وعزلهم وتقرير توزيع أرباح الشركة، وهذه الحالة تكون في شركات المساهمة العامة باعتبارها أبرز الأمثلة على الأسهم في القانون الأردني.

وفي قانون الشركات الأردني يكون لكل مساهم عدد من الأصوات يتناسب مع عدد الأسهم التي قام بالاكتتاب بها.

وكذلك قد يظهر حق المساهم أيضا في الإشتراك في إدارة الشركة من خلال الدعوى التي يجوز رفعها ليس من اجل صيانة حقوقه ومصالحه الشخصية بل أيضا لصيانة حق الشركة عند تقاعس ممثليها عن رفعها حسب المادة (160) من قانون الشركات وكذلك يعود للمساهم أيضا بجانب ذلك حق رفع دعوى المسؤولية ضد أعضاء مجلس الإدارة بسبب أخطائهم في الإدارة المواد (157، 158، 159) من قانون الشركات الأردني لسنة 1997م.

أما في شركة التوصية بالأسهم فإن هذا الحق في الإدارة هو فقط للشركاء المتضامنين حسب المادة 81 من قانون الشركات الأردني واجتماعات الهيئة العامة للشركة تتكون من الشركاء

المتضامنين والشركاء المساهمين و يكون لهم الاشتراك في التصويت على القرارات التي تتخذها ويكون لكل شخص عدد من الأصوات في الهيئة العامة بعدد ما يملكه من أسهم في الشركة وهذا حسب المادة 83 من قانون الشركات الأردني.

ويتم تعيين مدير الشركة في التوصية بالأسهم من ضمن الشركاء المتضامنين حسب المادة81/ب من قانون الشركات الأردني.

## ثانيا:المشاركة في إدارة الشركة في السندات:

إنَّ من يملكون إسناد القرض يعتبرون دائنين للشركة ولكنهم لا يعتبرون دائنين عاديين فهم دائنون في قرض جماعي يتساوى جميع المقرضين فيه في الحقوق والواجبات في الإصدار الواحد. وسعيا للحفاظ على تلك الحقوق وحمايتها فقد نص المشرع الأردني على تنظيم مالكي الإسناد في هيئة غير مرتبطة بالشركة عند كل إصدار للإسناد وفي ذلك تقضي المادة 126/ا من قانون الشركات " تتكون حكما من مالكي إسناد القرض في كل إصدار هيئة تسمى هيئة مالكي إسناد القرض". وهذه الهيئة تجمع جميع مالكي الإسناد الذين ينتمون إلى الإصدار الواحد.

و بالتالي يمكن القول أن أصحاب إسناد القرض لا يوجد لهم تدخل مباشر في إدارة الشركة وإنما تدخل غير مباشر من خلال هيئة مالكي إسناد القرض التي سنقوم بتفصيل دورها.

يجب تكوين هيئة مالكي إسناد القرض سواء كان الاكتتاب بالإسناد عاما أم خاصا.

جميع من يملك إسناد القرض بحكم القانون يعتبر عضوا في هذه الهيئة بغض النظر سواء كان مساهما في الشركة المصدرة أو مديرا لها و بالتالي لا يفقد المالك حقه في العضوية إلا بفقد ملكية جميع الإسناد التي يملكها سواء بتداولها أو استهلاكها أو لأي سبب كان.

" بيد أنه إذا لم تدفع قيمة الإسناد التي تقرر استهلاكها أو الإسناد التي استحقت قيمتها وكان ذلك بسبب إغفال من الشركة أو نزاع حول شروط الدفع فيبقى مالك السند محتفظا بعضويته في الهيئة، أما إذا كان عدم الدفع ناتجا عن تقصير من مالك الإسناد في التقدم لقبض قيمته فإنه يعتبر مقصرا، ويفقد في هذه الحالة عضويته في الهيئة".[126]

وهيئه مالكي الإسناد تظل قائمة إلى أن تنقضي جميع الحقوق المشتركة لمالكي الإسناد بصورة نهائية وقد يتجاوز ذلك الموعد المقرر لوفاء القرض بكامله.[127]

---

[126] أدوار عيد،مرجع سابق،ص416.

[127] أدوار عيد،مرجع سابق،ص415.

وتقوم هيئة مالكي إسناد القرض بتعين أمينٍ للإصدار حسب المادة 126/ب من قانون الشركات، ويتم اختيار أمين الإصدار بأغلبية مطلقة، ذلك أن القانون لم يحدد أغلبية معينة لاختياره، وتم النص على صلاحياته في المادة 128 من قانون الشركات الأردني.

ولم يقم المشرع الأردني بتحديد الاختصاصات التي تعود للهيئة العامة لمالكي الإسناد ولكن المادة127/ا قالت (تكون مهمة هيئة مالكي إسناد القرض حماية حقوق مالكيها واتخاذ التدابير اللازمة لصيانة هذه الحقوق بالتعاون مع أمين الإصدار).

وبالتالي فهيئة مالكي الإسناد تقوم باختصاصين أساسيين، الأول عمل تدابير من أجل صيانة حقوق مالكي الإسناد والثاني صيانة هذه الحقوق.

فبالنسبة للاختصاص الأول تقوم الهيئة بتعيين أمين الإصدار كما ذكرنا، وعزله ومدة تمثيله وحقوقه، لأن المشرع لم يحدد هذه الكيفية، كذلك تقوم الهيئة برفع الدعاوى المتعلقة بتنفيذ عقد القرض وتقرير طرق تنفيذ الأحكام الصادرة في هذه الدعاوى.

أما بالنسبة للاختصاص الثاني فيتصل بمسائل تمس حقوق حملة الإسناد و يكون من ضمن هذه المسائل، مسالة إطالة أجل الوفاء وتخفيض معدل الفائدة أو رأس مال الدين، كذلك من اختصاصها تعديل شروط الاستهلاك أو الإطفاء، وبشكل عام أي تعديل لشروط عقد القرض.

وبالتالي لا يمارس أصحاب إسناد القرض أي إدارة في الشركة باستثناء ما تم ذكره سابقا، وحتى أمين الإصدار الذي تعينه هيئة مالكي إسناد القرض لا يستطيع التصويت على قرارات الهيئة العامة حسب المادة 129 من قانون الشركات الأردني.

### ثالثا: إدارة الشركة في الصكوك الإسلامية:

لا يقبل الصك التجزئة في مواجهة الشركة، وفي حال أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه، فإنه لا بد من الاتفاق على أن يمثلهم أمام الشركة شخص واحد.

فمثلا تدار صكوك المشاركة على أساس صيغة المشاركة بتعيين احد الشركاء أو غيرهم لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار.

وبالتالي فإنه لا يوجد نص يبين أن حملة الصكوك يستطيعون المشاركة في إدارة الشركة؛ لأن قانون صكوك التمويل الإسلامي لعام2012 حديث ولم تصدر الأنظمة التابعة له، وبالتالي يمكن القول في ظل عدم وجود نص أنه يجب أن يكون هناك هيئة تقوم بتمثيل حملة الصكوك في إدارة هذه الشركات بنسبة حصصهم في هذه الشركات، وهذا ما يتم العمل به في السندات من خلال وجود هيئة تمثل حملة السندات.

وبالتالي يتضح مما سبق أن إدارة الشركة هي على النحو التالي:

أ- الأسهم: يكون له حق المشاركة في إدارة الشركة وبالتالي كلما زادت أسهمة في الشركة أدى إلى زيادة تاثيرة في إدارة الشركة، ولكن بالنسبة إلى المتضامنين في شركة التوصية البسيطة والتوصية بالأسهم فيتولى إدارتها الشركاء المتضامنين فقط، وكذلك شركة التضامن.

ب-السندات: وخصوصا لحملة إسناد القرض ليس لهم تدخل مباشر في إدارة الشركة وإنما تدخل غير مباشر من خلال هيئة مالكي إسناد القرض التي تعمل على حماية حقوق مالكيها وصيانة هذه الحقوق وتقوم بتعيين أمين الاصدار الذي يحضر اجتماعات الهيئة العامة ويبدي ملاحظاته ولكن لا يكون له حق التصويت على قرارات الهيئة العامة، فكان مشاركة حملة إسناد القرض في إدارة الشركة شكلية وليست فعلية.

ج- الصكوك الإسلامية: يكون الحق لحملة الصكوك الإسلامية تعيين هيئة تقوم بتمثيل حملة الصكوك في إدارة الشركة، والذي له الدور الاكبر في تعيين هذه الهيئة ممن يملكون النسبة الاكبر من الصكوك في هذه الشركة.

## المطلب الثاني: ثبات الأسعار:

### أولا: ثبات الأسعار للأسهم والسندات:

تقاس حركة واتجاهات الأسعار في الأسواق المالية من خلال المؤشرات والمتوسطات، والتي يتكون كل منها من مجموعة من الشركات والتي يفترض فيها أنها تعكس السوق وحجمه ومن أهم هذه المؤشرات.

1- الرسوم البيانية:

يستعمل العاملون في السوق المالي الرسوم البيانية لتوضيح تحرك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وتعتبر هذه الرسوم من الأدوات الهامة التي يستخدمها دعاة التحليل الفني، الذي يرون بأن نماذج أسعار الأسهم التي تظهر في الرسوم البيانية من شأنها إعطاء المستثمرين جميع المعلومات اللازمة لبيع وشراء الأسهم في الوقت المناسب، ويقول دعاة التحليل الفني بأن المستثمر يمكن أن يقوم بالبيع والشراء دون الحاجة إلى معرفة اسم الشركة أو نوع العمل الذي تقوم به، المهم فقط أن يقوم المستثمر بتفسير هذه الرسوم البيانية لمعرفة الخطوة المقبلة، ويستخدم دعاة التحليل الفني نوعان من الرسوم البيانية هي:[128]

---

[128] جابر،محمد صالح،الاستثمار بالأسهم والسندات،دار الرشيد للنشر-بغداد،ط1، 1982، ص66-68.

**أشكال النقطة والأعداد البيانية.**

**الرسوم المستطيلة.**

والأهم هي أشكال النقطة والأعداد البيانية لهذا سيتم الحديث عنها فقط:

يستعمل هذا النوع من الرسوم البيانية بواسطة فنيي السوق الذي يتكهنون بمقدار واتجاه تحركات سوق الأوراق المالية، وترسم هذه الأشكال على أوراق ذات مربعات صغيرة كما هو مبين في الشكل رقم واحد، حيث تثبت الأرقام على الجانب الأيسر لتمثل سعر السهم على فترات تمثل كل فترة هبوط أو صعود نقطتين، والنقطة قد تكون دينارا أو نصف دينار أو ربع دينار، وذلك وفقا لنوع السهم وخبرات المستثمر، كما أن الفني قد يرسم شكلا من نقطة تغير واحدة أو خمس نقاط، أو حتى عشر نقاط وفقا لحاجاته وخبراته بتحرك السهم، فإذا كان سعر السهم عاليا مثلا فإنَّ خمس نقاط تكون مناسبة، أما إذا كان سعره أقل فإن نقطة واحدة هي الشائعة.

وفي الشكل رقم واحد بدا التحليل بسعر السهم (33) ووضع إشارة (x) في العمود (ا)، ولا توضع أية إشارة أخرى إلا إذا تحرك السعر صعودا إلى أعلى إلى (35)، عندها توضع علامة (x) في نفس العمود (ا) أمام السعر (35)، وكلما تحرك السعر إلى أعلى وضعنا إشارة (x) أمام السعر الجديد وفي نفس العمود (ا).

| | ا | ب | ج | د | | السنة |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 43 | | | | | | |
| 41 | | | | | | |
| 39 | | | | | | |
| 37 | x | | | | | |
| 35 | x | 5 | | | | |
| 33 | x | | | | | |
| السعر | | | | | | |

وعلى فرض أن السعر تراجع إلى مستوى اقل فإننا نضع إشارة (5) على مستوى السعر الجديد وهو في مثالنا (35) بعد أن كان (37)، وذلك في العمود الثاني (ب) وبموجب هذه الطريقة لا نأخذ الوقت باعتبارنا، لأن كل الذي يهم هو تغيرات الأسعار، وإذا نزل السعر أقل وبنفس الاتجاه فإننا نستمر بوضع إشارة (5) في العمود (ب)، وإذا تحرك السعر إلى أعلى نستبدل ذلك بإشارة (x) على البيان في كل حالة ارتفاع في العمود (ج).

2- مؤشر حجم التعامل:volume of trading indicator

يستخدم حجم التعامل في الأسهم في السوق كمؤشر أو دليل على مدى قوة السوق أو ضعفه، ووفقا لمفهوم هذا المؤشر فإن اتجاه حركة الأسعار إلى الصعود أوالهبوط يعتبر دليل قوة إذا صاحبها حجم ضخم من التعامل، وإذا لم يصاحب الحركة في الأسعار سواء في اتجاه الصعود أو الهبوط حجم كبير من المعاملات فتعد من وجهة نظر مؤيدي هذا المؤشر دليلا على ضعف السوق.

ولو افترضنا أن السوق بدأ يأخذ اتجاها تصاعديا بعد فترة من النزول، في هذه الحالة يأمل المستثمرون أن يكون هذا الصعود هو نهاية مرحلة وبداية مرحلة جديدة؛ فإذا كان هذا الصعود غير مصحوب بكم مناسب من المعاملات، فذلك دليل على ضعف السوق، الأمر الذي يعني أن جمهور المستثمرين غير مقتنعين بذلك الصعود، وأنهم لا يتوقعون حينئذ استمرار هذه الزيادة، وعلى النقيض من ذلك إذا صاحب هذه الزيادة كم كبير من المعاملات فإن السوق يعتبر من الناحية الفنية قويا.[129]

3-المؤشرات الإقتصادية:economic indicators يؤخذ من مجموع الآراء المكتوبة للعاملين في الأسواق المالية، المؤشرات الإقتصادية لها أهميتها في إعطاء دلالة معينة أو تكهنات فيما سوف يكون عليه سوق الأوراق المالية في المستقبل، فإذا أعلنت الحكومة عن ميزانية ضخمة فإن ذلك يعني أن أسعار الأسهم سوف ترتفع قريبا، وذلك بسبب أن العديد من المستثمرين سوف يلجأون بالأموال التي يحصلون عليها إلى سوق الأسهم، وهذا يؤدي بالأسعار إلى الارتفاع. كما أن قيام الحكومة بضخ أموال إضافية للسوق من شأنه أن يؤثر على حالة الأسهم في سوق الأوراق المالية، ويؤدي ذلك بالأسعار إلى الارتفاع.

وإذا كان هناك ثمة تنبؤ بتحسن الظروف الإقتصادية، وتوقع زيادة محسوسة في معدلات الربحية للشركات الصناعية، وغير الصناعية مع انخفاض أسعار الفائدة غير المصحوب بأية اتجاهات تضخمية، فإن سوق الأوراق المالية ينبغي أن يتسم بالقوة، وعلى خلاف ذلك، إذا ما بدت أعراض اقتصاد مريض يعاني من تضخم جامحومعدلات فائدة مرتفعة وبطالة متزأيدة، فإن السوق في هذه الحالة تكون سوقا ضعيفة، ويتخذ سعر الأوراق المالية فيها اتجاها تنازليا. وبالإضافة إلى ذلك فإن مؤشرات الأنتاج الصناعي والناتج القومي الإجمالي والدخل القومي، وتقديرات الدخل

---

[129] جابر،محمد صالح،مرجع سابق،231.

المتاح تعد من المؤشرات التي ينبغي على المستثمر أن يستعين بها للتعرف على اتجاهات السوق المستقبلية.[130]

4-المتوسط المرجح للأسعار:prices weighted يلي age:[131]

لتوضيح كيفية استخراج هذا المؤشر نفرض ما يلي :

| السهم | السعر الابتدائي | | السعر التالي، | | عدد الأسهم(بالمليون) |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ا | 50 | 100 | 55 | 110 | 20 |
| ب | 25 | 25 | 50 | 50 | 5 |
| ج | 20 | 20 | 35 | 35 | 10 |
| | | 95 | 145 | 140 | 195 |

في هذه الحالة يتم استخراج المؤشر كما يلي :

متوسط السعر الابتدائي=145/3=48، 3

متوسط السعر التالي=195/3=65

نسبة الارتفاع في المؤشر في الفترة المالية =المتوسط المالي-المتوسط الابتدائي/المتوسط الابتدائي=65-48، 48/3، 3=34، 6

و على فرض أنه حدثت هناك تجزئة للسهم (ا) فعندها يتم احتساب مرجح الأسعار بإيجاد معادلة جديدة كما يلي :

48/95، 3=1، 98

1/140، 98=70، 7

وعليه تكون نسبة الارتفاع في المؤشر 70، 7-48، 48/3، 3=46، 39

مع ملاحظة أن ارتفاع المؤشر قد جاء نتيجة لاختلاف وزن السهم (حيث تتأثر بالأسعار الإنفرادية على نحو غير متوازن).

5-المؤشرات النقدية و المالية :

قد تكون هذه المؤشرات من أهم الأدوات التي تستخدم لمعرفة اتجاه سوق الأوراق المالية، وهذا ما تمت ملاحظته في الآونة الأخيرة على إثر التقلبات المتواصلة في أسعار الفوائد البنكية، فعندما ترتفع معدلات أسعار الفوائد البنكية مثلا، فإن العديد من المستثمرين يميلون إلى تصفية مراكزهم الاستثمارية وتحويلها إلى نقد سائل بهدف إيداعها في البنوك في شكل ودائع بنكية

---

[130] رضوان،سمير عبد الحميد،أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي-القاهرة،ط1، 1996م،ص86.

[131] رضوان ،مرجع سابق،ص88.

بأسعار فائدة عالية، وإذا ما اتجه فعلا عدد كبير من أولئك المستثمرين لبيع أسهمهم، فإنه ينتج عن ذلك عرض كثيف من الأسهم، وبالتالي هبوط في أسعارها، والعكس صحيح، ففي حالة هبوط معدلات أسعار الفوائد البنكية، فإن الأموال تتجه إلى سوق الأسهم نظرا للعائد المنخفض في أوجه الاستثمار الأخرى، وهذا ما ينطبق أيضا على أسعار الفوائد على السندات فإذا ما كانت أسعار الفوائد على السندات عالية بما فيه الكفاية، فإن ذلك من شأنه أن يحول جزءا كبيرا من الأموال من سوق الأسهم إلى سوق السندات، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم. ومن المؤشرات النقدية والمالية أيضا كمية النقود المتداولة والتي لها أهميتها في الإقتصاديات الكبيرة كالإقتصاد الأمريكي، كما تمتد أهمية هذا المؤشر أيضا إلى الإقتصاديات الصغيرة كالإقتصاد الأردني، إذ أن من القواعد المعروفة في الاستثمار أن ارتفاع أسعار الأسهم مرادف لارتفاع حجم التداول النقدي مالت أسعار الأسهم إلى الارتفاع، وأنه كلما انخفض حجم التداول النقدي (انخفض معدل النمو في العرض النقدي) أدى ذلك إلى انخفاض أسعار الأسهم.[132]

## ثانيا:ثبات الأسعار للصكوك الإسلامية:

تم معرفة أن الصكوك تمثل حصة شائعة في ملكية أصل (عين أو منفعة أو خدمة)، وهذا يؤدي إلى دخل دوري لمدة محددة، مما يعني أن هناك استقرار نسبي في أسعار الصكوك الإسلامية أكثر من الأسهم، وخصوصا أذا كانت الدولة هي التي تصدر الصكوك الإسلامية؛ لأنها ستقوم باستثمارها في المشروعات الربحية الأكيدة بنسبة كبيرة، لأن الدولة نفسها تحتاج إلى ثبات أسعار الصكوك حتى تحقق الربح، فيستفيد الأشخاص الذين اكتتبوا في هذه الصكوك.

وثبات أسعار الصكوك يرجع إلى تمتعها بدرجة عالية من الثقة والضمان، وهذا يؤدي إلى استقرار في العوائد الصافية للصكوك الإسلامية. وكذلك فإن الذي قد يساهم في ثبات أسعار الصكوك الإسلامية، هو أن تحدد نشرة إصدار الصكوك الإسلامية نوع النشاط الذي تستثمر فيه حصيلة الصكوك ومدة هذا الاستثمار والأرباح المتوقعة منه وطريقة توزيعها بين المضارب وحملة الصكوك.

---

[132] جابر ،مرجع سابق،ص230.

## المطلب الثالث:التصنيف الائتماني:

### أولا:التصنيف الائتماني في الأسهم والسندات:

يؤدي التصنيف الائتماني إلى حماية المستثمرين من مشاكل عدم المعرفة بالمخاطر الائتمانية المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية، ويتم معرفة التصنيف الائتماني عن طريق جمع المعلومات وإعداد الدراسات والتحليلات اللازمة وتحديد التصنيف الائتماني المناسب لهذا الإصدار.

ويعتمد المستثمرون على هذا التصنيف الائتماني كأحد عناصر اتخاذ قرارات الاستثمار، ويؤدي التصنيف الائتماني الجيد إلى توسيع قاعدة المستثمر من خلال زيادة حجم الطلب على الأوراق المالية المصدرة ويساعد في تحديد الوفورات المالية للمصدر الذي يستطيع الحصول على الأموال بتكلفة أقل.

يعتبر التصنيف الائتماني الهدف الاستثماري الأول ويكون داخله ثلاثة عناصر (الأمان، العائد السنوي، المكسب الرأسمالي ) الذي يبحث عنه المستثمر، حتى يكون مطمئن للأموال التي يريد أن يستثمرها، ولهذا ينبغي أن نضع نصب أعيننا أن قضية الأمان مسألة نسبية فربما تكون سندات أو أسهم شركة مزعزعة ومركزها مهزوز اقل أمانا من أسهم شركة أكثر استقرارا وأحسن سمعة في الأوساط المالية.

ومع ذلك يمكن توجيه الأشخاص الذين يبحثون عن الأمان ويعطونه الأولوية في استثماراتهم بالنسبة للأوراق المالية نحو السندات، والأسهم الممتازة، لأن هذين النوعين يحققان أكثر من غيرهما عنصر الأمان الذي يبحث عنه المستثمرين.

بينما المستثمرون الذين يقبلون المخاطرة في مجال الاستثمار والذين يتطلعون إلى تحقيق دخل سنوي من عوائد الأرباح السنوية التي توزعها الشركات، باختيار الأسهم العادية في الشركات ذات السمعة المالية الممتازة في الأوساط المالية. والمعروف بأنها توزع معدلات أرباح أعلى نسبيا من غيرها في شكل عوائد سنوية على مساهميها.

أما المستثمرون الذين لديهم المقدرة على تحمل نسبة أعلى من المخاطرة فننصحهم بأن يبحثوا عن أسهم الشركات التي تحقق معدلات نمو سنوي أعلى من غيرها، لأنهم بذلك سيحققون مكاسب أعلى من هذه الأسهم، وذلك عن طريق إعادة بيع هذه الأسهم بسعر أعلى بكثير من سعر الشراء.[133]

---

[133] بلول،مختار محمد،الأسهم والسندات،مرجع سابق، ص102.

| | الأمان | الدخل | النمو |
|---|---|---|---|
| السندات | ممتاز | مستقر جدا | لا يوجد |
| الأسهم الممتازة | جيد | مستقر | متغير |
| الأسهم العادية | ضعيف | متغير | ممتاز |

وهناك من يتحدث عن التوقعات العقلانية للفائدة theory of interest rational "expectations" والتي تساعد على معرفة العرض المتوقع للإئتمان، وتحلل ذلك من خلال الربط بين معدلات الفائدة وأسعار الاصول، حيث أن السوق المالي حساس بكفاءة المعلومات المحددة لتوقعات الوحدات الإقتصادية حول تغيرات معدلات الفائدة، قياسا على أسعار الأصول المختلفة، فالوحدات الإقتصادية (منشآت أعمال، عائلي) هي عبارة عن وحدات رشيدة ( rational agents) تنشأ توقعاتها من خلال الرؤية النسبية لأسعار الأصول من جهة ومعدلات الفائدة من جهة أخرى، باستخدام دفق flow المعلومات المتاح في السوق.[134]

فمثلا تم في عمان عام 2002 تقسيم سوق الأوراق المالية إلى سوق نظامي (أول) وسوق موازي (ثأني) وسوق ثالث، إذ يجري إدراج الشركات التي تتمتع بمراكز مالية وأداء مستقر وأنتظام في تحقيق الأرباح، وتوزيعها وعلى مدى الثلاث سنوات الاخيرة في السوق النظامي، أما بالنسبة للسوق الموازي فتدرج ضمنه الشركات ذات الأداء المالي المتوسط، على أن تبلغ نسبة الأرباح الصافية50% من رأس مالها، أما السوق الثالث فيضم الشركات ذات الأداء الضعيف والتي سجلت خسائر خلال السنوات الثلاث الأخيرة أو التي تقل أرباحها الصافية عن 50% من رأس مالها.

## ثأنيا: التصنيف الائتماني: للصكوك الإسلامية:

الصكوك الإسلامية ذات مخاطر متدنية مقارنة بالأسهم، إذ أن سعرها في التداول قليل التغير، ولذلك يمكن الحصول على السيولة من بيعها في سوق التداول في أي وقت دون خسارة. وهذا يؤدي إلى اعتبار الصكوك الإسلامية ذات تصنيف ائتماني أقوى بكثير من الأسهم خصوصا، ولكن بالنسبة للسندات تعتبر سندات القرض ذات تصنيف ائتماني أقوى من الصكوك

ولأن الصكوك الإسلامية ذات إيراد قابل للتوقع، فالدخل الدوري الذي يتحقق لحملة الصكوك يكون مصدره أصل أو استثمار يولد تدفقات نقدية ثابتة؛ مثل الإيجارات الدورية في

134 الداغر،محمود محمد،الأسواق المالية(مؤسسات–أوراق–بورصات)،دار الشروق للنشر والتوزيع،2005م،ص65.

الصكوك التي يكون أساس إصدارها أصولا مؤجرة، وأنواع الصكوك الأخرى التي يكون للدخل الدوري فيها مصادر تحقق له الاستقرار النسبي بحيث تجعله قابلا للتوقع.

وهذا كله قد يساهم في تشجيع المستثمرين على شراء الصكوك الإسلامية بدل الأوراق المالية الأخرى.

وهذا ما حصل فعلا في العديد من الدول الأوروبية إذ أصبحت تستخدم الصكوك الإسلامية بشكل كبير بدل الأوراق المالية الأخرى نتيجة انهيار الإقتصاد العالمي، مما أثر على اقتصاد تلك الدول مما دفع بها إلى استخدام الصكوك الإسلامية، على الرغم أن الدول الأوروبية غير مقتنعة بمعاملات الدين الإسلامي الذي أثبت وجوده منذ القدم، وأثبت أن تعاليم الدين الإسلامي ليس كلام نظري وإنما كلام عملي يساهم في تقدم وازدهار الدول التي تأخذ به.

وبالتالي يمكن القول مما سبق أن الصكوك الإسلامية ذات تصنيف ائتماني أعلى من الأسهم ، ولكنها اقل تصنيف ائتماني من سندات القرض.

## المبحث الثالث: توزيع الأرباح:

تم التطرق في هذا المبحث إلى طريقة توزيع الأرباح ففي البداية تم التطرق إلى توزيع الأرباح في الصكوك الإسلامية ثم توزيع الأرباح في الأسهم ،ثم توزيع الأرباح في السندات.

### المطلب الاول: توزيع الأرباح في الصكوك الإسلامية

قد نصت المادة 9 من قانون صكوك التمويل الإسلامي في الفقرة "ج- تحدد النسبة المستحقة من العائد المتوقع لمالكي صكوك التمويل الإسلامي وفقا لنشرة الإصدار".

وقد نصت المادة 15 من القانون السابق " ب-يحدد في نشرة الإصدار بنك مرخص ليكون وكيل الدفع يتولى توزيع العوائد ودفع قيمة الإصدار حسب نشرة الإصدار.

يتم توزيع أرباح الصكوك على أساس التنضيض الحكمي (التقويم)، ولهذا يعتبرالتنضيض هو الأساس في طريقة حساب الربح وكذلك توزيع الحقوق على أصحابها في التصفية النهائية للمشروع وإتمام عملية التحاسب التام الذي يحصل بين الشريكين، أو في حالات المضاربات والمشاركات التي تستمر لأكثر من فترة مالية، لا سيما أنه توجد في نهاية كل فترة بعض الموجودات، مثل الأصول الثابتة والأصول المتداولة التي لم تتحول إلى نقدية، ولهذا تأتي الحاجة إلى كيفية تقويم هذه الموجودات من أجل قياس وتوزيع الأرباح والخسائر بين الشركاء أو المساهمين، وكذلك عند انضمام و تخارج الشركاء في المشاركات المستمرة، حيث يصعب تصفية الموجودات وبيعها، وهنا تبرز الحاجة إلى تطبيق مبدأ التنضيض الحكمي.

ويتم ذكر هذا المصطلح في مجال فقه المعاملات المالية، خاصة في مجال المضاربة والمشاركة، ويقابله في الفكر المالي تسييل الأصول غير النقدية أي تحويلها إلى نقدية.[135]

وتحتاج معاملات الصكوك الإسلامية إلى التنضيض الحكمي للفصل بين الفترات المالية، وكذلك عند التخارج الذي قد يحصل من حملة الصكوك، وبالتالي قد يتم التخارج بين حملة الصكوك أنفسهم أو عند خروج بعضهم ودخول آخرين من خارج الوعاء الاستثماري.

تعريف التنضيض لغة واصطلاحا:

**التنضيض لغة:**

النون والضاد أصلأن صحيحان، أحدهما يدل على تيسير الشي وظهوره، والثاني على جنس من الحركة.[136]

---

135 المنصور ،عيسى ضيف الله ،نظرية الإرباح في المصارف الإسلامية،ط1،دار النفائس ،عمان- الأردن،1427ه،2007م،ص213. شحاتة،حسين بن حسن،الأحكام الفقهية والأسس المحاسبية للتنضيض الحكمي في المعاملات المالية المعاصرة،بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي،الدورة السادسة عشرة،1422ه،ص17.

136 ابن فارس،معجم مقاييس اللغة،ج2،ص527،مادة:نض.

النض: الدرهم الصامت والناض من المتاع: ما تحول ورقا أو عينا، قال الأصمعي: اسم الدراهم والدنأنير عند أهل الحجاز، وإنما يسمونه ناضا إذا تحول عينا بعدما كان متاعا، وفي حديث ابن عمر، رضي الله عنه:كان يأخذ الزكاة من ناض المال؛ هو ما كان ذهبا أو فضة، عينا أو ورقا، وفي الحديث عن عكرمة: أن الشريكين إذا أرادا أن يفترقا يقتسمان ما نض من أموالهما ولا يقتسمان الدين. قال شمر: ما نض أي ما صار في أيديهما من العين.[137]

**التنضيض اصطلاحا:**

لا يوجد هناك اختلاف بين التعريف الاصطلاحي عن التعريف اللغوي؛ من حيث أن الناض هو الدرهم أو الدينار بعد أن كان متاعا، ومن عبارات الفقهاء في هذا: قال ابن نجيم: (قوله"وربع العبد للمضارب وباقية على المضاربة، ورأس المال ألفان وخمسمائة ويرابح على ألفين" لأنه لمّا نض المال ظهر الربح)[138]

وقال الدر دير: ("وفي حلفه" أي المدين ولو مفلسا لم يعلم عنده ناض أي في جبره على الحلف"على عدم الناض"أي الذهب والفضة)[139].

وقال الشربيني "(ولو أبطل السلطان النقد الذي جرى عليه القراض، والمال عرض، رد من الأول، كما في زيادة الروضة، وقيل: من الحادث، فإن لم يطلب المالك التنضيض لم يجب، إلا أن يكون المال المحجور عليه وحظه في التنضيض، فيجب..."وقيل لا يلزمه" أي العامل "التنضيض إذ لم يكن ربح" إذا لا فائدة له فيه)[140].

وقال الرحيباني: (والتنضيض: أن يصير المال كما أخذه العامل، فإن كان أخذه فضه؛ يصير كذلك، وإن كان ذهبا؛ يصير كذلك)[141].

أقسام التنضيض:

يقسم الفقهاء التنضيض في مجال المعاملات المالية إلى قسمين:

1- التنضيض الفعلي (الحقيقي):هو عن طريق تحويل الموجودات إلى نقود من خلال بيعها.

2- التنضيض الحكمي (التقويم): وهو عن طريق تقدير القيمة النقدية المتوقعة للعروض والأعيان والمنافع في نهاية الحول (السنة) أو عند التصفية أو التخارج؛ لتحديد حقوق الشركاء أو حساب زكاة المال.

---

[137] ابن منظور،لسان العرب،ج14،ص180،مادة نضض.
[138] ابن نجيم،البحر الرائق،ج7،ص271.
[139] الدردير،الشرح الكبير،ج3،ص279.
[140] الشربيني،مغني المحتاج،ج2،ص320.
[141] الرحيباني،مطالب أولى النهى،ج3،ص529.

وبالتالي سيكون الحديث عن (التنضيض الحكمي=التقويم)، حيث يعد بديلا عن التنضيض الفعلي نظرا للطابع الجماعي في الاستثمارات الحديثة، التي أصبحت مرتبطة بدورات زمنية محددة ومستمرة، وقد أجاز هذه الطريقة الحنابلة في رواية بناء على قولهم بجواز المضاربة بالعروض على أن تقوم قيمة النقد وقت التعاقد.[142]

ومن المعروف أن التصكيك يقوم على مبدأ المشاركة في نوع من أنواعها، سواء كانت مضاربة أو مرابحة أو غير ذلك، فطبيعة الاستثمار في الصكوك جماعية، وقد يستمر الاستثمار فيها لفترات طويلة قد تستمر لعشرين سنه مثلا، ولطول هذه المدة قد يصعب على حملة الصكوك الانتظار إلى حين التصفية النهائية، ولذلك يتم توزيع الأرباح على فترات دورية، ويتم هذا التوزيع على أساس التقويم (التنضيض الحكمي) لموجودات الصكوك وأرباحها المتوقعة، وقد صدرت في هذا الأمر فتاوى لبعض الهيئات الشرعية، ومن ذلك:

- مجمع الفقه الإسلامي:(أنّ محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال، وليس الإيراد أو الغلة، ويعرف مقدار الربح إما بالتنضيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد عن رأس المال عند التنضيض أو التقويم؛ فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة وفقا لشروط العقد)[143]
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: (يشترط لقسمة الربح ظهوره والاتفاق على القسمة ورد رأس المال إلى رب المال، ومع هذا، إذا أراد الطرفان قسمة الربح دون رد رأس المال، أي المضاربة المستمرة، فإنه يجوز ذلك لدى جمهور الفقهاء، واختلف الفقهاء في استقرار ملكية الطرفين للربح الموزع أو عدم استقرارها، بمعنى: تعرض الربح الموزع لجبر ما يحدث من خسائر بعد التوزيع، فيطالب المضارب برد ما أخذه، ويحسب ما أخذه رب المال من رأس المال).[144]
- الحلقة الثانية للبركة: (للتنضيض الحكمي بطريق التقويم في الفترات الدورية خلال مدة عقد المضاربة، حكم التنضيض الفعلي في المضاربة، شريطة أن يتم التقويم وفقا للمعايير المحاسبية المتاحة، ويجوز شرعا توزيع الأرباح التي يظهرها التقويم، كما يجوز تحديد أسعار تداول الوحدات بناء على هذا التقويم)[145].

---

142 ابن قدامه،المغني،ج3،ص529.

143 مجمع الفقه الإسلامي،مجلة مجمع الفقه الإسلامي،الدورة الرابعة،1408ه-1988م.

144 هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية،معايير المحاسبة والمراجعة المؤسسات المالية الإسلامية،1419ه-1999،البحرين،ص194.

145 فتاوى ندوة البركة الثامنة للاقتصاد الإسلامي،الحلقة الفقهية الثانية للقضايا المصرفية المعاصرة،جدة،1413ه-1993م.

وتقوم هذه التوزيعات بإحدى طريقتين:[146]

الطريقة الأولى: عن طريق توزيع دفعات تحت الحساب إلى حين التصفية النهائية للصكوك، وقد أجاز هذه الطريقة الشافعية [147]والحنابلة[148]، طالما أن الربح لا يستقر بالقسمة، بحيث تجبر أي خسارة لاحقة بالربح الأول الموزع؛ لأن الربح يجب أن يكون وقأية لرأس المال.

الطريقة الثانية: عن طريق توزيع الربح بشكل نهائي في نهاية كل فترة مالية، واعتبار كل فترة مالية مستقلة عن السنة، كنهاية المضاربة الأولى، وبداية المضاربة الثانية، فيكون لكل دورة حساباتها وأوضاعها المالية الخاصة، وتوزع نتائجها في كل مرة دون اللجوء إلى التصفية الفعلية والنهائية للصكوك، فيقوم الحساب مقام القبض، خاصة وأن أرباب المال يكون لهم الخيار بين سحب أموالهم والخروج من الإصدار أو تجديد التعاقد تلقائيا بالإستمرار والبقاء.[149]

وقد أجاز هذه الطريقة الإمام أحمد فيما نقله ابن قدامه في (المغني)، وفيه: (قال أبو طالب: قيل لأحمد: رجل دفع عشرة ألاف درهم مضاربة، فوضع"أي خسر"، فبقيت ألف، يعني إذا كانت الألف ناضة حاضرة إن شاء صاحبها قبضها، فهذا الحساب الذي كالقبض، فيكون أمره بالمضاربة بها في هذه الحال ابتداء مضاربة ثانية كما لو قبضها منه ثم ردها إليه).[150]

وقد جاء عن هيئة المحاسبة والمراجعة: (إذا أراد الطرفان قسمة الربح دون رد رأس المال، والمضاربة مستمرة، فإنه يجوز ذلك لدى جمهور الفقهاء، واختلف الفقهاء في استقرار ملكية الطرفين للربح الموزع أو عدم استقرارها، بمعنى تعرض الربح الموزع لجبر ما يحدث من خسائر بعد التوزيع، فيطالب المضارب برد ما أخذه، ويحسب ما أخذه رب المال من رأس المال).[151]

وبالتالي فإن توزيع الأرباح في الصكوك الإسلامية يكون من خلال التنضيض.

---

[146]شحاتة،حسين بن حسن،الأحكام الفقهية والأسس المحاسبية للتنضيض الحكمي في المعاملات المالية المعاصرة،مرجع سابق،ص51. أبو غدة،الصكوك الإسلامية وتطبيقاته المعاصرة وتداولها،مرجع سابق،ص21.

[147] الشربيني،مغني المحتاج،ج2،ص320، والأنصاري،أبو علي زكريا(ت:926ه).
أسمى المطالب في شرح روضة الطالب،ط1، 9م ،(ضبط نصه وخرج أحاديثه وعلق عليه: د.محمد تأمر)،دار الكتب العلمية،ج2،بيروت،لبنان،1421ه-2001م،ص391.

[148] قال ابن قدامه في ،المغني،ج5،ص36:(ولو إن رب المال والمضارب اقتسما الربح أو أخذ احدهما منه شيئا بإذن صاحبه،والمضاربة بحالها،ثم سافر المضارب به،فخسر،كان على المضارب رد ما أخذه من الربح؛لأننا تبينا أنه ليس بربح،ما لم تتجبر الخسارة).والبهوتي،شرح منتهى الإرادات،ج2،ص222،و الرحبياني،مطالب أولي النهى،ج3،ص530.

[149] أبو غدة،الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها،مرجع سابق،ص24.

[150] إبن قدامه،المغني،ج5،ص36.

[151] المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية،مرجع سابق،ص194.

## المطلب الثاني: توزيع الأرباح في الأسهم والسندات

الأصل أن يتم توزيع الأرباح وفقا لما نص عليه عقد الشركة وكذلك أنه وفق القواعد العامة في القانون المدني الأردني في المادة 587 تنصص في الفقرة الأولى "توزع الأرباح والخسائر على الوجه المشروط في العقد".

أما الفقرة الثانية من ذات المادة فقد نصت على ما يلي" فإذا لم يبين في عقد الشركة نصيب كل الشركاء في الأرباح والخسائر فإنه يتعين توزيعها بنسبة حصة كل منهم في رأس المال".

وبموجب نص المادة 588 من القانون المدني"لا يجوز أن يتفق الشركاء في العقد على أن يكون لأيهم قدر مقطوع من الربح ويبطل الشرط على أن يتم توزيع الربح طبقا لحصة كل منهم في رأس المال".

أما المادة 590 فتقول "1.إذا اتفق في العقد على أن احد الشركاء لا يفيد من أرباح الشركة ولا يساهم في خسائرها كان عقد الشركة باطل2. غير أنه يجوز الاتفاق على إعفاء الشريك الذي لم يقدم غير عمله من المساهمة في الخسائر بشرط أن لا يكون قد تقرر له أجرعمله".

أما بالنسبة إلى القانون الخاص، قانون الشركات الأردني لعام 1997 فإنني سوف أبين توزيع الأرباح من خلال الأسهم التي تطرح في شركات المساهمة العامة باعتبارها ابرز مثال على ذلك .

والربح الذي ينصب عليه حق الشريك أو المساهم هو الربح الصافي وتعرفه المادة 189 من قانون الشركات الأردني بقولها "...يقصد بالأرباح الصافية للشركة المساهمة العامة الفرق بين مجموع الإيرادات المتحققة في أي سنة مالية من جانب، ومجموع المصروفات والإستهلاك في تلك السنة من جانب آخر قبل تنزيل المخصص لضريبتي الدخل والخدمات الاجتماعية ".

وتحتاج التشريعات التجارية قبل عملية توزيع الربح الصافي ضرورة اقتطاع مبالغ مالية على سبيل الاحتياطات سواءً كانت قانونية أم اختيارية أم خاصة، وكذلك فإنه يشترط لإظهار الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين أن يحسم من الأرباح الصافية المبالغ اللازمة من أجل تكوين الاحتياطي القانوني أو الإلزامي وهو محدد في قانون الشركات الأردني "ب10%" من الأرباح الصافية السنوية للشركة وفي ذلك تقضي المادة186/ا بقولها "لا يجوز للشركة المساهمة العامة توزيع أي عوائد على المساهمين فيها إلا من أرباحها وعليها أن تقتطع ما نسبته 10% من أرباحها السنوية الصافية لحساب الاحتياطي الإجباري".

وبالتالي فإن المشرع الأردني أعطى للشركة حرية اقتطاع مبالغ لتكوين احتياطي اختياري بيد أنه وضع حدا أعلى لا يجوز للشركة أن تتعداه والحكمة من ذلك تفادي إغراق الشركة في

الاقتطاع بنسبة عالية من الأرباح بحيث لا يبقى شي يذكر يوزع على المساهمين، ذلك ما قررته المادة187/ا بقولها (للهيئة العامة للشركة المساهمة العامة، بناء على اقتراح مجلس إدارتها، أن تقرر سنويا اقتطاع ما لا يزيد على20% من أرباحها الصافية عن تلك السنة لحساب الاحتياطي الاختياري).

إن المشرع الأردني حدد أنواع الاحتياطات التي تقتطع من الأرباح الصافية وهو تحديد يتعلق بالنظام العام، لأن هذه الأنواع ترتبط بالمصلحة الأساسية للمساهم (حقه في الأرباح خلال السنة المالية) بالإضافة إلى ذلك فإن المشرع يواجه الفرض أو الحالة التي لا تحقق الشركة أرباحا كافية حيث يجوز لها أن تقتطع من الأرباح الاختيارية سندا للمادة 187/ب بقولها (يستعمل الاحتياطي الاختياري للشركة المساهمة العامة في الأغراض التي يقررها مجلس إدارتها ويحق للهيئة العامة توزيعه، كله أو أي جزء منه، كأرباح على المساهمين إذا لم يستعمل في تلك الإغراض). وكذلك فإنه في اتفاقيات الشركات ذات الامتياز فإنه يجوز للشركة الاقتطاع حتى من الاحتياطي القانوني لتامين الحد الأدنى من الربح المقرر حسب المادة186/ب من قانون الشركات الأردني.

أو لا يكون للمساهم على الأرباح المحققة للشركة أي حقوق على هذه الأرباح وإنما يكون هناك حق احتمال ولكن بصدور قرار توزيع الأرباح الصافية سواء من الجمعية العادية أو من مجلس الإدارة بتفويض من الجمعية العامة أو بموجب نص في النظام الأساسي يثبت حق المساهم اتجاه الشركة ويصبح في مركز الدائن لها بنصيبه في هذه الأرباح.

أما بالنسبة إلى كيفية توزيع الأرباح على المساهمين فإن المشرع الأردني بموجب المادة 191 حدد الأصول التي تتبع في هذا الصدد، أولا: حسب المادة191 /ا"ينشاء حق المساهم في الأرباح السنوية للشركة المساهمة العامة بصدور قرار الهيئة العامة بتوزيعها". فبعد مناقشة الهيئة العامة للشركة في اجتماعها العادي ميزانية الشركة وحساب الأرباح والخسائر تقوم بناءا على اقتراح مجلس إدارتها قرارا باستقطاع الاحتياطات والمخصصات بحيث ينشأ حق المساهم في الربح بعد صدور قرار الهيئة العامة العادية.

ثانيا: المادة191/ب "يكون الحق في استيفاء الربح تجاه الشركة لمالك السهم بتاريخ اجتماع الهيئة العامة الذي تقرر فيه توزيع الأرباح وعلى مجلس إدارة الشركة أن يعلن عن ذلك في صحفيتين يوميتين محليتين على الأقل وبوسائل الإعلام الأخرى خلال أسبوع على الأكثر من تاريخ قرار الهيئة، وتقوم الشركة بتبليغ المراقب والسوق بهذا القرار". هو عن طريق قيام مجلس إدارة الشركة بإعلان قرار توزيع الأرباح في صحيفتين محليتين على الأقل وفي وسائل الإعلام

الأخرى أسبوع على الأكثر من تاريخ قرار الهيئة العامة الذي اتخذت فيه قرارها بالتوزيع، وعلى الشركة أن تبلغ المراقب وسوق عمان المالي بالقرار المذكور وعلى الشركة أن تدفع للمساهمين الأرباح المقرر توزيعها خلال خمس وأربعين يوما من تاريخ اجتماع الهيئة العامة على أن لا تتجاوز مدة تأخير دفع الأرباح ستة أشهر من تاريخ استحقاقها، وهذا ما أكدته المادة191/ج بقولها "تلتزم الشركة بدفع الأرباح المقرر توزيعها على المساهمين خلال 45 يوم من تاريخ اجتماع الهيئة العامة وفي حال الإخلال بذلك تلتزم الشركة بدفع فائدة للمساهم بمعدل سعر الفائدة خلال فترة التأخير، على أن لا تتجاوز مدة تأخير دفع الأرباح ستة أشهر من تاريخ استحقاقها".

لذلك فالتوزيعات هي جزء (غالبا) أو كل من الأرباح المتحققة، ويجري تحديد توزيعات الأسهم وفق العلاقة الآتية:

عائد التوزيع= التوزيعات المقررة / عدد الأسهم المصدرة

= الربح المقرر توزيعه لحملة الأسهم x نسبة التوزيعات / عدد الأسهم المصدرة.

لذلك فإن عائد التوزيعات يمكن حسابه.

معدل عائد التوزيعات= توزيعات السهم/ القيمة السوقية للسهم.

وأخيرا يرتبط نشاط الأسهم من حيث توزيعات الأرباح بالنشاط الإقتصادي للمنشات المصدرة لهذه الأسهم.

**ثالثا:توزيع الأرباح في السندات:**

وأبرز مثل على السندات إسناد القروض وتم النص عليها في قانون الشركات الأردني من المادة(116-131) وهي يتم طرحها وفق قانون الأوراق المالية، وترتب لصاحبها الحق في قبض الفائدة الثابتة والمحددة في نشرة الإصدار(وهي الأرباح) وفي المواعيد المحددة فيها.

وبالتالي فإن المشرع الأردني يتطلب أن يذكر في إسناد القرض سعر الفائدة التي تستحق لأصحاب الإسناد على وجه السند حسب المادة 121/ا/3، كذلك يجب أن يذكر موعد دفع هذه الفائدة ضمن المعلومات التي تدون على ظهر السند121/ب/2، ويتم احتساب قيمة الفائدة التي تستحق لحملة الإسناد بالنظر إلى القيمة الإسمية للسند والتي قد تختلف عن قيمة الإصدار[152]، ولا يجوز أن يزيد سعر الفائدة في الإسناد عن الحد الأعلى الذي يحدده القانون وهو محدد في التشريع الأردني بأن لا يزيد عن9%.

وكيف يتم التحقق من استيفاء الفائدة؟ عن طريق نزع القسائم الملحقة بالسند، أو بالتأشير عليه بختم معين عند استيفاء الفائدة، وتعتبر الفائدة جزءا من أصل الدين ولذلك فهي واجبة الدفع

---

[152] عيد،ادوار،الشركات التجارية،مطبعة النجوى-بيروت،1970،ص406.

وتستحق لمالك السند سواء حققت الشركة أرباحا أم لم تحقق إذ ينبغي في هذا الوضع دفع قيمتها من رأس مال الشركة ما لم يشترط عند الإصدار عدم دفع الفائدة إذا لم تحقق الشركة أرباحا.[153]

كذلك فإنه يتم دفع قيمة الفائدة المستحقة لصالح مالكي الإسناد في مركز الشركة أو لدى المصارف التي يتم توكيلها من الشركة لهذا الغرض، وتعفى الفوائد من ضريبة الدخل طبقا لما جاء في قانون ضريبة الدخل رقم 57 لسنة 1985 المعدل بقانون رقم 14 لسنة 1995 الذي نص على هذا الإعفاء في المادة 7/ب/6.[154]

وبالتالي أن سعر الفائدة في إسناد القرض التي تقوم بإصدارها الشركة المساهمة يكون عادة أقل منه في القروض التجارية قصيرة الأجل، وسبب ذلك أن الاقتراض بموجب إسناد القرض غالبا ما يكون لآجال طويلة أو متوسطة.

وسبب أن هذا الإسناد يقوم بإعطاء نصيب من الربح لأصحابها، هو أن هذا الإسناد يعتبر من السندات التي تستعمل في القروض الطويلة الأجل حيث لا يتم تسديد قيمتها الإسمية إلا عند تصفية الشركة. ولكن يجوز للشركة أن تقوم بإطفائها أو استهلاكها قبل ذلك.

إن الدافع في إعطاء أرباح في هذه الإسناد لتحبيب وترغيب المدخرين في الإقبال على مثل هذا النوع من الإسناد. والمشرع الأردني لا يجيز للشركة بأن تقوم بإصدار إسناد القرض تعطي أصحابها فائدة متغيرة، حيث يشترط وكما سبق القول أن يحدد سعر الفائدة سلفا في نشرة الإصدار.

ومن الجدير بالقول أن حق صاحب الإسناد في استيفاء الفائدة المنصوص عليها في نشرة الإصدار يتقادم بمرور خمسة عشرة سنة من تاريخ استحقاقها، وعلى الشركة في هذه الحالة أن تحولها إلى الخزينة العامة طبقا لما جاء في المادة 3/ا/1من قانون تملك الحكومة للأموال التي يلحقها بالتقادم رقم 35 لسنة1985.[155]

بالتالي فإنه يتوجب على الشركة أن تدفع الفوائد المنصوص عليها في نشرة الإصدار أو عقد الإصدار. وفي حالة امتناع الشركة عن ذلك يحق لحملة الإسناد التنفيذ على أموال الشركة و

---

[153] سامي،فوزي،الشركات التجارية،الأحكام العامة والخاصة،دراسة مقارنة،دار الثقافة للنشر والتوزيع،عمان،1999م،ص413.و
عيد،المرجع السابق،ص406.
[154] سامي،فوزي،مرجع السابق،ص412.
[155] سامي،فوزي،المرجع السابق،ص444.

موجوداتها، كذلك يمكن اعتبارها متوقفة عن دفع ديون حالة وبالتالي يجوز المطالبة بتصفيتها وإشهار إفلاسها.[156]

إن الذي يتولى عملية دفع الأرباح لمالكي الإسناد هو وكيل الدفع عند استحقاقها، ويتم الحصول على أسماء مالكي الإسناد بتاريخ استحقاق الفائدة من جهة الحافظة لسجلات المالكين. فإذا لم تقم الشركة المصدرة بدفع الفوائد بتاريخ استحقاقها، ولم تتمكن من الحصول على موافقة هيئة مالكي إسناد القرض على تأجيل أداءها، فإنها سوف تتعرض لما ذكرناه سابقا.

قد يتم منح مالكي الإسناد نسبة محددة من الأرباح السنوية، وأن تقوم الشركة المصدرة باقتطاع نسبة بسيطة من الأرباح السنوية ووضعها بشكل مستقل بحيث تستخدم المبالغ المتجمعة فيه لغايات توزيع الأرباح على مالكي الإسناد في السنوات التي لا تحقق فيه الشركة المصدرة أرباحا. وتؤول المبالغ المتبقية في هذا الصندوق عند انتهاء مدة القرض إلى الشركة المصدرة، وتكون معينا لها على الوفاء بقيمة الإسناد عند استحقاقها.

---

[156] رضوان ،أبو زيد،الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن،دار الكتاب الحديث،الكويت،1978،ص573.
خالد،الشاوي،شرح قانون الشركات التجارية العراقي،مطبعة الشعب،بغداد،1968،ص400.

## الخاتمة

أما وقد أشرفنا على نهاية وإنجاز هذه الرسالة، حيث تبين أهمية الأسهم والسندات والصكوك الإسلامية في الحياة الإقتصادية في العديد من دول العالم، وأهم مثال على ذلك الأزمة الإقتصادية في الدول الأوروبية التي حدت بها إلى استخدام الصكوك الإسلامية بدل الأسهم والسندات.

وحتى يتمكن الأشخاص من الإستثمار في الأداة المالية التي تناسبهم، تم بيان الفروق بين الأسهم والسندات والصكوك الإسلامية في العديد من الوجوه، ففي الفصل الاول تم تقسيمة إلى ثلاث مباحث وتم التطرق في المبحث الاول: مفهوم كل من الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات، وفي المبحث الثاني: تم التطرق إلى تاريخ النشأة وأهميتها وعوامل ساعدت على انتشارها، وفي المبحث الثالث: تم التطرق أنواع الأسهم والسندات والصكوك الإسلامية وخصائص كل منها أما الفصل الثاني فتم تقسيمة إلى ثلاث مباحث ففي المبحث الاول: تم التطرق إلى طريقة التداول وآلية خطوات الاصدار وأطراف عملية الاصدار لكل من الصكوك والأسهم والسندات أما المبحث الثاني: المشاركة في إدارة الشركة ومدى ثبات الأسعار والتصنيف الائتماني، اما في المبحث الثالث: توزيع الأرباح بالنسبة للصكوك الإسلامية والأسهم والسندات.

وتحدث الفصل الاول من هذه الرسالة بشكل عام عن الفروق بين الأسهم والسندات والصكوك الإسلامية،لكن الفصل الثاني من هذه الرسالة قد تطرق بشكل خاص للفروق الجوهرية بين الأسهم والسندات والصكوك الإسلامية.

**النتائج :**

1-إن أهم نتيجة تم التوصل إليها هي أن حملة الأسهم يكون كل منهم مسؤولا عن ديون الشركة والالتزامات المترتبة عليها بمقدار حصته في رأس مال الشركة، ولكن حملة الأسهم من الشركاء المتضامنين مسؤولين بالتضامن والتكافل عن ديون الشركة والالتزامات المترتبة عليها في أموالهم الخاصة، أما حملة الصكوك فهم مسؤولون في حالة خسارة الشركة لأنهم يشاركون في الربح والخسارة.

2-إدارة الشركة:

أ- الأسهم: يكون له حق المشاركة في إدارة الشركة وبالتالي كلما زادت أسهمه في الشركة أدى إلى زيادة تاثيرة في إدارة الشركة، ولكن بالنسبة إلى المتضامنين في شركة التوصية البسيطة والتوصية بالأسهم فيتولى إدارتها الشركاء المتضامنون فقط، وكذلك شركة التضامن.

ب- السندات

: وخصوصا لحملة إسناد القرض ليس لهم تدخل مباشر في إدارة الشركة وإنما تدخُّل غير مباشر من خلال هيئة مالكي إسناد القرض التي تعمل على حماية حقوق مالكيها وصيانة هذه الحقوق وتقوم بتعيين أمين الاصدار الذي يحضر اجتماعات الهيئة العامة ويبدي ملاحظاته ولكن لا يكون له حق التصويت على قرارات الهيئة العامة، فكأن مشاركة حملة إسناد القرض في إدارة الشركة شكلية وليست فعلية.

ج- الصكوك الإسلامية: يكون الحق لحملة الصكوك الإسلامية تعيين هيئة تقوم بتمثيل حملة الصكوك في إدارة الشركة، والذي له الدور الاكبر في تعيين هذه الهيئة هم ممن يملكون النسبة الاكبر من الصكوك في هذه الشركة.

3-ثبات الاسعار: تعتبر أسعار الصكوك الإسلامية أكثر ثباتا من الأسهم لأن الصكوك الإسلامية غالبا ما يتم استثمارها في المشاريع الكبيرة ولها مدة محددة، ولكن السندات (إسناد القرض) فهي أكثر ثباتا من الصكوك الإسلامية والأسهم لأن حملة السندات لا يشاركون في حالة خسارة الشركة على عكس الصكوك الإسلامية وكذلك فلها فائدة محددة لحملة السندات على عكس الأسهم التي ليس لها شيء ثابت، وبالتالي فهي اكثر ثباتاً من الأسهم والصكوك الإسلامية.

4-التصنيف الائتماني:

| | الامأن | الدخل | النمو |
|---|---|---|---|
| السندات | ممتاز | مستقر جدا | لأيوجد |
| الأسهم الممتازة | جيد | مستقر | متغير |
| الأسهم العادية | ضعيف | متغير | ممتاز |
| الصكوك الإسلامية | ممتاز | مستقر | قليل التغير |

5-يتشابه إصدار الصكوك الإسلامية مع الأسهم والسندات،حيث أنها قد تصدر من قبل الحكومة أو المؤسسات العامة.

6-الأسهم أكثر مردود مادي من الصكوك الإسلامية والسندات للباحثين عن المردود المادي .

7-السندات وخصوصا إسناد القرض أكثر امانا في الاستثمار، ثم تتبعها في المرتبة الصكوك الإسلامية، ثم الأسهم، لأن الأسهم الأكثر تعرضا لنزول القيمة وارتفاعها أكثر من غيرها.

8-الصكوك الإسلامية تقوم على تطبيق الضوابط الشرعية على عكس الأسهم والسندات التي لا تراعي الضوابط الشرعية إطلاقا.

9-تعتبر الصكوك الإسلامية أداة مناسبة لإثبات قدرة الإقتصاد الاسلامي على المنافسة وخصوصا منافسة الأسهم والسندات في الاسواق المالية، بل أنه بعد فترة من الوقت قد تكون الصكوك الإسلامية هي التي تقود الإقتصاد العالمي.

10- حتى تاريخ كتابة هذه الرسالة لم يتم تداول الصكوك الإسلامية في سوق عمان المالي، وإنما يتم تداول الأسهم والسندات بنواعها (سندات الخزينة، سندات المؤسسات العامة، إسناد القرض، أذونات الخزينة).

**التوصيات:**

1-أن يتم تشجيع إصدار الصكوك الإسلامية ،لاستخدام حصيلتها في إنشاء المشاريع التي تدفع عجلة الإقتصاد في الدولة.

2-أن يتم إصدار صكوك المساقاة وصكوك المغارسة وصكوك المزارعة، لأن هذه الصكوك تعمل على تنشيط القطاع الزراعي في الأردن، مما يقلل نسبة الاستيراد من الخارج، وكل هذا يؤدي إلى تخفيض قيمة هذه المنتوجات الزراعية على المواطن الأردني.

3-أن يتم إيجاد سوق ثانوي مستقل في سوق عمان المالي للصكوك الإسلامية، يتم فيه تداول الصكوك الإسلامية.

## قائمة المراجع

1- الزرقا، محمد احمد (1412هـ-1991م )، **أحكام صكوك الإستثمار في شركات توظيف الأموال طبقا للمادة 146 لسنة 1988**، دراسة مقارنة بالشريعة الإسلامية، ط1، م1، القاهرة: مطبعة السعادة.

2- سامي، فوزي (1999)، **الشركات التجارية( الأحكام العامة والخاصة)**، دراسة مقارنة، ط1،عمان-الاردن :دار الثقافة للنشر والتوزيع.

3- العكيلي، عزيز (1995)، **الشركات التجارية في القانون الأردني**، ط1، عمان : دار الثقافة للنشر والتوزيع.

4- بني هاني، حسين (2002)، **الأسواق المالية**، ط1،عمان- الاردن : بدون دار نشر.

5- ارشيد (2001)، **الشامل في المعاملات وعمليات المصارف الإسلامية**، ط1،عمان- الاردن : دار النفائس.

6- مطر، محمد (1993)، **إدارة الاستثمارات**، الطبعة الأولى،عمان- الاردن: مطابع المؤسسة الصحفية الاردنية.

7- الطراد، إسماعيل إبراهيم وعباد، جمعة محمود (1999) ،**التشريعات المالية والمصرفية في الأردن**، الطبعة الأولى، عمان-الاردن : داروائل للنشر.

8- الجمعة، علي بن محمد (2000)، **معجم المصطلحات الإقتصادية والإسلامية**، ط1، م1،الرياض-السعوديه: مكتبة العبيكان.

9- الشريف، محمد عبد الغفار (1999)، **بحوث فقهية**، معاصرة، ط1، م1، بيروت– لبنان: دار ابن حزم.

10-القرة، داغي، علي محيي الدين (2007)، **بحوث في فقه البنوك الإسلامية**، ط1، م1،بيروت– لبنان: دار البشائر.

11-القرة، داغي، علي محيي الدين (2006)، **بحوث في فقه المعاملات المالية المعاصرة**، ط2، م1،بيروت –لبنان : دار البشائر.

12- والشبيلي، يوسف بن عبد الله (2005)، **الخدمات الاستثمارية وأحكامها في الفقه الإسلامي**، ط1، م2، ج2،الدمام –السعوديه : دار ابن الجوزي.

13- شبير، محمد بن عثمان (1999)، **المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي**، ط3 ،عمان –الاردن: دار النفائس.

14- الخياط، عبد العزيز (1994)، **الشركات في الشريعة الإسلامية**، والقانون الوضعي، ط4، م2، بيروت – لبنان: مؤسسة الرسالة.

15-النووي، أبو زكريا يحيى بن شرف(1392ه)، **شرح النووي على صحيح مسلم**، ط2،بيروت – لبنان : دار إحياء التراث العربي.

16-دوابه، أشرف محمد (2009)، **الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق**، ط1،الاسكندرية– مصر: دار السلام.

17-الشاطبي، أبي إسحاق إبراهيم بن موسى اللخمي(بدون سنة نشر)، **الموافقات في أصول الأحكام شرح عبد الله دراز**، بدون طبعة، بيروت – لبنان: دار المعرفة.

18-عمر بن صالح بن عمر(بدون سنة نشر)، **لشريعة عند الإمام العز بن عبد السلام**، ط 1، الأردن: دار النفائس.

19- السالمي : عبد الله بن حميد(بدون سنة نشر)،**جوابات الإمام السالمي**، ط الثانية، سلطنة عمان: مطابع النهضة .

20-حماد، نزيه (2007)، **في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة**، ط1، دمشق – سوريا: دار القلم.

21-الحناوي، محمد صلاح والعبد، جلال إبراهيم (2002)، **بورصة الأوراق المالية**،ط1،الاسكندرية –مصر: الدار الجامعية للنشر.

22-بلول، مختار محمد (1992)، **الأسهم والسندات**، ط1، القاهرة– مصر: المكتب المصري الحديث للنشر.

23-جودة، صلاح السيد (2000)، **بورصة الأوراق المالية**، ط1،القاهرة– مصر: مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية.

24-قحف، منذر (1995)، **سندات الإجارة والأعيان المؤجرة**، ط1، جدة– السعودية: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب البنك الإسلامي للتنمية.

25-جابر، محمد صالح (1982)، **الاستثمار بالأسهم والسندات**، ط1،بغداد– العراق: دارالرشيد للنشر.

26-رضوان، سمير عبد الحميد (1996)، **أسواق الأوراق المالية**، ط1،القاهرة– مصر: المعهد العالمي للفكر الاسلامي.

27-رضوان، ابوزيد (1978)، **الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن**، ط1،الكويت: دار الكتاب الحديث.

28-الداغر، محمود محمد (2005)، **الأسواق المالية (مؤسسات- أوراق- بورصات)**،ط1،عمان- الاردن: دار الشروق للنشر والتوزيع.

29-تامر،محمد(2001)،**أسنى المطالب في شرح روضة الطالب**، ط1، 9م، بيروت، لبنان: دارالكتب العلمية.

30-خالد، الشاوي، (1968)، **شرح قانون الشركات التجارية العراقي**،ط1،بغداد- العراق: مطبعة الشعب.

31-المنصور، عيسى ضيف الله (2007)، **نظرية الأرباح في المصارف الإسلامية**، ط1، عمان- الاردن : دار النفائس.

32-مصطفى، إبراهيم وآخرون(بدون سنة نشر)، **المعجم الوجيز**، ط2، م1، اسطنبول -تركيا: المكتبة الإسلامية.

**المجلات:**

33-السريتي، السيد محمد احمد(2004)، صكوك الإجارة، **مجلة مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة الخامسة عشرة، عمان، العدد الخامس عشر،ص120.

34-سانو، قطب(2004) صكوك الإجارة، **مجلة مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة الخامسة عشرة، عمان،العدد الخامس عشر،ص69.

35-الشريف، محمد عبد الغفار(2004)، صكوك المشاركة، حكمها الشرعي وترتيباتها الإدارية والقانونية، **مجلة مجمع الفقه الإسلامي**، عمان، العدد السابع عشر،ص5.

36-القرة داغي، علي محيي الدين(2004)، صكوك الإجارة، خصائصها وضوابطها، **مجلة مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة الخامسة عشرة،عمان، العدد الخامس عشر،ص179.

37- عجيل جاسم النشمي(2009)، التوريق و التصكيك وتطبيقاتها، **مجلة مجمع الفقه الإسلامي**، الشارقة،العدد التاسع عشرة،ص806.

38-القري، محمد علي(2009)، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، **مجلة مجمع الفقه الإسلامي**، الشارقة – الإمارات، العدد التاسع عشرة، ص9.

39-شحاتة، حسين بن حسن(1422ه)، الأحكام الفقهية والأسس المحاسبية للتنضيض الحكمي في المعاملات المالية المعاصرة، **مجلة مجمع الفقه الإسلامي**،عمان، العدد السادس عشرة، ص17.

40-القري، محمد علي (1998)، بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص، **مجلة مجمع الفقه الإسلامي**،عمان، العدد الحادي عشرة، عد11،ص44.

41-الشريف، محمد عبد الغفار (2009)، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك،**مجلة مجمع الفقه الإسلامي**، السعودية،العدد الرابع عشرة،ص23.

**المؤتمرات والابحاث والصحف:**

42-أبو غدة، عبد الستار (2004)، مخاطر الصكوك الإسلامية، **بحث مقدم إلى ندوة "إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية"**،رقم العدد(بدون)، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية،عمان –الاردن،ص60.

43- حسانين، فياض عبد الغفار (2005)، الصكوك الإسلامية والاجتهادات الشرعية، **المؤتمر المصرفي الإسلامي الثاني**،رقم العدد(بدون)، الكويت،ص7.

44- القري،محمد علي(2007)،هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، **المعايير الشرعية**،رقم العدد1، البحرين،بدون صفحات.

45-القري،محمدعلي (1999)،هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، **معايير المحاسبة والمراجعة المؤسسات المالية الإسلامية**،رقم العدد(بدون)، البحرين،بدون صفحات.

46-حسان ، حسين حامد (2003)، صكوك الاستثمار الإسلامي، **بحث مقدم لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية**،رقم العدد(بدون)، البحرين،ص1.

47-صالح، فتح الرحمن علي، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، **بحث مقدم لمنتدى الصيرفة الإسلامية**، اتحاد المصارف العربية،رقم العدد(بدون)، بيروت- لبنان،بدون صفحات.

48-والشاجي، وليد والحجي، عبد الله(2002) صكوك الاستثمار الشرعية، **ورقة مقدمة للمؤتمر الرابع عشر**، كلية الشريعة والقانون،رقم العدد(بدون)، جامعة الإمارات العربية المتحدة،بدون صفحات.

49-محمد أمين، نادية(2002) صكوك الاستثمار الشرعية، خصائصها وأنواعها، **المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر**، كلية الشريعة والقانون،رقم العدد(بدون)، جامعة الإمارات العربية المتحدة،ص983.

50-المنيع، عماد يوسف (2005) الصكوك الإسلامية، التجربة والمستقبل، **ورقة مقدمة للمؤتمر المصرفي الإسلامي الثاني**، الكويت. ومحمد خير، عثمان حمد، تجارب صناعة الصناديق الاستثمارية بالسودان...تجربة شركة السودان للخدمات المالية، ورقة تعريفية غي تحليلية، شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، **غير منشور**.

51-عثماني، محمد تقي(بدون سنة) الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، **ورقة مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية**، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية،رقم العدد(بدون)، البحرين،ص1.

52-أبو غدة، (2009) الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، **بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي**، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة،بدون صفحات.

53-حمود، سامي، (1407هـ) تطبيقات بيوع المرابحة للأمر بالشراء من الاستثمار البسيط إلى بناء سوق رأس المال الإسلامي، **بحث مقدم إلى ندوة خطة إستراتيجية الاستثمار في البنوك الإسلامية**،رقم العدد(بدون)، عمان،بدون صفحات.

54-جريدة القبس، الكويت، العدد:12580، البت 3 جمادى الآخرة 1429هـ-7 يونيو 2008م.

55-وجريدة القبس، الكويت، العدد12343، السنة36، 28 رمضان 1428هـ/10 أكتوبر، 2007م، والعدد، 21413، السنة 36، 14 ذو الحجة 1428هـ/23 ديسمبر2007م.

**رسائل:**

56-نقاسي، محمد إبراهيم( 2007)، **صكوك الإجارة وتطبيقاتها المعاصرة في مصرف البحرين المركزي بالبحرين وهيئة الأوراق المالية بماليزيا**، اطروحة دكتوراه( غير منشور)،الجامعة الاسلامية العالمية ، ماليزيا.

57-العبري، إبراهيم يحيى حمدان (2004)، **مؤسسة القضاة بعمان (الواقع والأفاق)**، اطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة الزيتونة،تونس، تونس.

58-محيسن، فؤاد محمد (2006)، **نحو نموذج تطبيقي إسلامي لتوريق الموجودات**، اطروحة دكتوراه (غير منشورة)، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان– الأردن.

**المراجع الاجنبية:**

1- g. Sava lingam (1994)**investment management in Malaysia**, berita, publishing sdn, bhd, Kuala Lumpur, second reprint.

2-haji ali, rosalan(1993) **pelaburan penilaian dan penerapan**,dewan bahasa dan pustaka,kuala lumpur,cet,kedua.

**القوانين والتعليمات:**

1- قانون الشركات الأردني رقم22 لسنة1997.
2- قانون الأوراق المالية المؤقت رقم76لسنة2002.
3- قانون سوق عمان المالي رقم 1 لسنة1990.
4- قانون صكوك التمويل الإسلامي لسنة 2012.
5- تعليمات إصدار الأوراق المالية وتسجيلها لسنة 2005.

# THE LEGAL ASPECTS OF ISIAMIC BONDS AND SHAMS OFCOMMERCIAL SHAMS AND BONDS ACCORDING TO JORDANIAN LAW-COMPARATIVE STUDY

By
Moayd al-kaoldah

Supervisor
Dr.Basem melhem

## ABSTRACT

The purpose of the study:

1- Clarify the difference In trading method Between Islamic Instruments And trade stocks and bonds.

2- Determine the best in terms of cost-effective and The safest financial Paper .

3- Determine the best ways to see the companies or people who are interested in trading on the Amman Financial Market and determine the best option for them.

Some invest in the securities most financial returns and some invest in the safest securities it with less financial returns and this leads to advancing theJordanian economy forward, to differing views in the securities of an better.

4- Illustrate the similarities between Islamic Instruments and Stocks and bonds .

5- Clarify the fundamental differences between Islamic instruments and commercial stocks and bonds.

6- The possibility of Islamic Sukuk put in the stock market, such as stocks and bonds.

7- Determine the least risky financial instrument for the investor in terms of the descent and height value.

8- Attract capital to the most effective financial instrument, and this leads to the financing of economic projects.

9- The difference between the concept of Islamic instruments and commercial stocks and bonds.

The more human needs, and increased the living conditions of human cruelty resorted to invest his money.

In anything that achieves the largest amount of profit, relieve himself the difficult conditions experienced by the life, and this has been resorting to stock exchanges for investment, namely, stocks, bonds and Islamic Sukuk, and all of these financial

instruments are different from other aspects that distinguish them from the other, so if it turns out The difference between them, people will invest financial instruments that suit them, and that's what this study attempts to achieve through distinguish each from the other financial instrument, so that people (legal, natural) of investment to financial .instruments that suit them.

This has resulted in this comparison that there are differences between stocks, bonds and Islamic Sukuk (the beginning of the first chapter of the definition and origination date and the importance of each and the factors that helped toSpread, then the types and characteristics, while in the second quarter was a statement difference in terms of the way.

Trading mechanism steps version and the parties to the issuance process and then participate in the management of the company and the extent of

.(Price stability and credit rating then the distribution of profits

The most important result reached is that the shareholders have each of them is responsible for the company's debts.

And obligations by its share in the capital of the company, but shareholders of the general partners are responsible jointly and severally liable for the company's debts and obligations in their own money, The bondholders understanding of officials in case of loss of the company they are involved in profit and loss.